

Universidade Técnica de Lisboa

Instituto Superior de Economia e Gestão

Mestrado em Ciências Económicas

**O investimento em capital de risco:
particularidades e impactos da adopção do
Sistema de Normalização Contabilística**

Marta Filipa Ferreira da Silva

Orientação: Maria Cândida Rodrigues Ferreira

Juri

Presidente: Professor Doutor Mário Nunes Gomes Bairrada

Vogais : Professora Doutora Maria Cândida Rodrigues Ferreira

Professor Doutor José Manuel Monteiro Barata

Dezembro/2011

Agradecimentos

A elaboração deste trabalho não teria sido possível sem o apoio de algumas pessoas, às quais quero exprimir os meus sinceros agradecimentos.

Ao Coordenador do Mestrado de Ciências Económicas, Professor Doutor João Ferreira do Amaral, pela condução deste curso, incluindo matérias tão abrangentes e relevantes.

À minha orientadora, Professora Doutora Maria Cândida Ferreira, pela confiança, apoio e disponibilidade com que acompanhou a realização deste trabalho e pelas críticas e sugestões oportunamente transmitidas.

Ao Dr. José Miguel Almeida, por todos os preciosos ensinamentos relativos à temática central deste trabalho, sem os quais tal não teria sido possível.

À minha família pela confiança e pelo apoio constante na prossecução dos meus objectivos profissionais e académicos.

Aos meus amigos, em especial à Ana, pelas suas palavras de incentivo e motivação.

RESUMO

Este trabalho pretende analisar e avaliar os potenciais impactos resultantes da adopção do Sistema de Normalização Contabilística no mercado de capital de risco português.

A actividade de capital de risco apresenta características inerentes aos mercados financeiros, como a selecção adversa e risco moral e especificidades decorrentes da regulamentação do sector em Portugal, tendo estes pontos sido considerados na análise efectuada.

Os resultados teóricos sugerem que a alteração do normativo contabilístico induzirá uma imagem mais verdadeira e apropriada da situação financeira das entidades espelhada nas suas demonstrações financeiras, favorecendo, ao mesmo tempo, o processo de harmonização contabilística europeia. A existência de informação disponível mais fiável poderá inclusivamente conduzir a uma redução dos problemas de informação assimétrica que se assumem como uma das principais características deste mercado.

Em contrapartida, a aplicação do novo normativo provocará uma redução no activo e no capital próprio dos veículos de capital de risco, com impactos no valor da unidade de participação dos fundos de capital de risco, com podendo resultar, entre outros, no incumprimento de limites legais e deterioração dos rácios económico-financeiros, com potenciais efeitos negativos na imagem destas entidades no mercado.

Palavras-chave: capital de risco, investidores em capital de risco, informação assimétrica, SNC, informação contabilística

JEL Classification System: G24, M41, D82, G32, H32

ABSTRACT

The main purpose of this study is the analysis of the potential impacts resulting from the adoption of Sistema de Normalização Contabilística in the portuguese venture capital market.

Venture capital activity comes up with some inherent characteristics of financial markets, as adverse selection and moral hazard and specificities arising from the sector regulation in Portugal, that have been taken into consideration in the analysis.

Theoretical results suggest that the conversion into new accounting and reporting standards will lead to a fair and truthful image of the entities financial situation evidenced in its financial statements, favoring, at the same time, the European accounting harmonization process. The availability of more reliable information could lead to a mitigation in asymmetric information problems, which represents one of the major characteristics of this type of market.

In contrast, the implementation of the new accounting standards will induce a reduction in venture capital vehicles' assets and equity, with impacts on the venture capital funds investment units, which could result into a legal limits breach and a deterioration of economic and financial ratios, with potential negative effects on the image of these entities in the market.

Keywords: venture capital, private equity, asymmetric information, venture capitalists, SNC, accounting information

JEL Classification System: G24, M41, D82, G32, H32

Índice

1. Introdução	1
2. Enquadramento geral e particularidades da actividade de capital de risco	3
2.1. Capital de risco – Definição e conceitos associados	3
2.2. Aproximação histórica	4
2.3. Investidores e investimentos em capital de risco	5
2.4. Enquadramento jurídico	6
2.5. A supervisão da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários	8
2.6. Particularidades da actividade de capital de risco	8
2.6.1. Características e vantagens do capital de risco	9
2.6.2. Fragilidades do capital de risco e risco associados	12
3. Informação assimétrica e falhas de mercado – breve enquadramento teórico	14
3.1. Teoria da agência	14
3.2. Selecção adversa	17
3.3. Risco moral	18
3.4. Formas de mitigar os problemas de informação assimétrica	18
4. O SNC e o regime contabilístico do capital de risco	22
4.1. A harmonização e a transparência contabilística	22
4.2. Enquadramento contabilístico do capital de risco	24
4.3. Impactos da introdução do Sistema de Normalização Contabilística	24
4.3.1. Capital subscrito <i>versus</i> capital realizado	24
4.3.2. Participações em fundos de capital de risco com capital por realizar	27
4.3.3. Prestações suplementares e acessórias nas Sociedades de Capital de Risco	29
4.3.4. Mensuração e registo dos investimentos financeiros	30
4.3.5. Demonstrações Financeiras	32
4.3.6. Outras implicações da adopção do SNC no capital de risco	33
4.3.7. Considerações finais	34

5. Regime fiscal do capital de risco -----	37
5.1. Fundos de Capital de Risco -----	37
5.2. Sociedades de Capital de Risco -----	37
5.2.1. Mais e menos-valias realizadas e encargos financeiros suportados -----	38
5.2.2. Tributação do justo valor -----	39
5.2.3. Lucros distribuídos -----	41
5.2.4. Considerações finais -----	41
 6. Conclusões -----	 42
 Bibliografia -----	 44

Anexos

1. Introdução

A crescente dinamização dos mercados financeiros, o desenvolvimento das Pequenas e Médias Empresas (PME) e a necessidade de fontes de financiamento alternativas, incentivou o crescimento do sector de capital de risco, enquanto forma de investimento e financiamento. Ainda que o endividamento junto da banca continue a assumir-se como a forma de financiamento privilegiada pela maioria das empresas e da contribuição de fundos por parte dos investidores de capital de risco ter ainda uma expressão reduzida, este tipo de investimento tem-se vindo a destacar como uma alternativa ao financiamento tradicional.

A escolha por parte das empresas entre o recurso a capital de risco ou crédito bancário assume especial relevância, representando uma decisão a tomar num momento prévio ao desenvolvimento dos investimentos, podendo condicionar o sucesso dos mesmos.

Assumindo-se como uma importante forma de financiamento de empresas em início de actividade, o capital de risco comporta características que o distinguem do financiamento bancário, tornando-o uma alternativa atractiva para investidores e empresas. Destaca-se o facto dos investidores em capital de risco, para além do apoio financeiro, contribuírem para as empresas com um conjunto de competências financeiras que auxiliam a gestão e desenvolvimento das mesmas. A experiência no sector, a participação no capital da empresa, a monitorização contínua dos investimentos e a disponibilização faseada dos recursos, permitem ao investidor de capital de risco o controlo e o acompanhamento permanente do investimento efectuado, contribuindo para a valorização da empresa.

Não obstante, na relação estabelecida entre investidor de capital de risco e empresa participada surgem inevitavelmente conflitos de interesse, devido à presença de informação assimétrica, desencadeando problemas de selecção adversa e risco moral que poderão condicionar os resultados do investimento efectuado e o sucesso dos projectos.

Na sequência da globalização económica e do processo de harmonização contabilística europeia, Portugal adoptou, a partir de 1 de Janeiro de 2010, o Sistema de Normalização Contabilística (SNC). No entanto, apesar da existência de variados estudos que analisaram o impacto da adopção das normas internacionais de contabilidade nas empresas portuguesas, são escassos os que apresentam os efeitos, ainda que potenciais, da aplicação do SNC.

O principal objectivo deste trabalho consiste, assim, na antecipação e avaliação das potenciais implicações decorrentes da aplicação do SNC nas Sociedades e Fundos de

Capital de Risco. Apresentando-se as principais características do sector do capital de risco em Portugal, questiona-se se o enquadramento regulador, contabilístico e fiscal vigente concentra as condições necessárias à dinamização deste mercado e se o investimento em capital de risco se traduz, para as empresas, numa alternativa ao financiamento bancário.

Não sendo pública a informação financeira relativa ao capital de risco, e tendo a aplicação do SNC ocorrido apenas em 2010, não foi possível análise dos efeitos efectivos, elencando-se apenas alguns impactos potenciais resultantes da transposição para o novo normativo.

Resultando o SNC de uma aproximação às normas internacionais de contabilidade, é expectável que da sua aplicação resulte um impacto positivo na qualidade e transparência da informação financeira. Contudo, os princípios contabilísticos introduzidos pelo novo normativo entram em contradição com algumas normas anteriormente vigentes no capital de risco, traduzindo-se a aplicação do SNC em alterações substanciais na informação financeira e fiscal das entidades envolvidas no sector de capital de risco.

A análise efectuada evidencia potenciais reduções no activo e no capital próprio, mais acentuada no caso dos fundos de capital de risco, o que levará à redução do valor líquido global dos fundos e da unidade de participação, cujos efeitos se estenderão aos detentores de unidades de participação. O aumento do passivo é também apontado com um possível efeito, culminando numa deterioração dos rácios financeiros destas entidades. No entanto, emerge a necessidade de conciliação entre as regras do SNC e as especificidades desta actividade, o que poderá conduzir à obtenção de resultados diferenciados.

O estudo divide-se em seis capítulos. O primeiro corresponde à introdução, seguindo-se um enquadramento da actividade de capital de risco, com ênfase nas suas especificidades e vantagens. No terceiro capítulo expõem-se os problemas económicos subjacentes a estes mercados financeiros, focando-se a relevância da selecção adversa e do risco moral. No quarto são apresentadas as normas contabilísticas do capital de risco e as principais implicações decorrentes do SNC. O quinto capítulo relata algumas características do regime fiscal aplicável aos investidores em capital de risco. Finalmente, são apresentadas as principais conclusões.

Tratando-se de um trabalho académico, sujeito a limitações em termos de extensão, não foi possível o tratamento todas as questões relacionadas com o tema, abordando-se apenas as matérias consideradas mais relevantes.

2. Enquadramento geral e particularidades da actividade de capital de risco

2.1. Capital de risco – Definição e conceitos associados

O capital de risco é a denominação atribuída à actividade que consiste no investimento temporário no capital de uma empresa com vista à sua valorização e posterior alienação, caracterizando-se pela existência de um investidor profissional com expectativas de obtenção de mais-valias decorrentes do seu investimento.

De acordo com o Decreto-Lei n.º 375/2007 de 8 de Novembro “*considera-se investimento em capital de risco a aquisição, por período de tempo limitado, de instrumentos de capital próprio e de instrumentos de capital alheio em sociedades com elevado potencial de desenvolvimento, como forma de beneficiar da respectiva valorização.*”

A APCRI¹ e o IAPMEI² apresentam definições alternativas, considerando que o capital de risco corresponde a uma forma de financiamento da actividade empresarial, por via do influxo de recursos, com forte reflexo na gestão da empresa que recebe os fundos.

Apesar de nos EUA se encontrarem claramente definidos os tipos de investimento em capital de risco – *private equity*³ e *venture capital*⁴ – em contrapartida, na Europa, e concretamente em Portugal, o *private equity* designa tendencialmente toda a indústria do capital de risco, incluindo o *venture capital*.

O capital de risco representa, assim, um instrumento financeiro que consiste no investimento em empresas como forma de financiar o seu desenvolvimento, adquirindo a entidade que disponibiliza os fundos uma parcela do capital da empresa financiada, participando directamente nos lucros e nos riscos do negócio. Esta modalidade de investimento assume-se, assim, como uma importante fonte de financiamento de empresas que se encontram em fase inicial de desenvolvimento, designadamente, através da participação directa no capital social, reforço do capital próprio por via de prestações suplementares ou acessórias, concessão de empréstimos ou prestação de garantias.

¹ Associação Portuguesa de Capital de Risco e de Desenvolvimento (www.apcri.pt)

² Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e Inovação (www.iapmei.pt)

³ O *private equity* designa o investimento aplicado na aquisição de participações em empresas já existentes, independentemente da sua dimensão, implicando baixo nível de intervenção a nível da gestão, comportando apenas o apoio financeiro.

⁴ O *venture capital* traduz-se no investimento em pequenas empresas ou em projectos empresariais em fase embrionária, nas quais o investidor acompanha a gestão empresarial, assumindo um papel interveniente

O objectivo do investidor em capital de risco consiste na identificação de empresas com elevado potencial de crescimento e valorização, ainda que as mesmas possuam uma situação financeira frágil, na aquisição de capital social através da realização de uma entrada de dinheiro e, através da intervenção directa na gestão da empresa, contribuir para o crescimento e valorização do negócio, rentabilizando o investimento efectuado. O sucesso do investimento dependerá directamente do sucesso da empresa, uma vez que os investidores, adquirindo a participação, convertem-se em sócios ou accionistas da mesma, apoiando a sua gestão por forma a optimizar os resultados obtidos. O fracasso do projecto poderá resultar na perda total do investimento, podendo o êxito conduzir a enormes lucros.

2.2. Aproximação histórica

Os primórdios do capital de risco remontam à época dos descobrimentos, tendo algumas expedições marítimas sido financiadas por pessoas enriquecidas, com o intuito de obter um retorno lucrativo desse investimento. Durante o período da Revolução Industrial em Inglaterra, na sequência do ambiente favorável aos investimentos em projectos fabris com potencial de crescimento e dinamização, foram financiados pequenos projectos de índole industrial por uma minoria abastada. Estes investimentos desenvolveram-se, de forma não organizada e não regulamentada, até ao século XX.

Após a segunda guerra mundial, surge nos Estados Unidos, em 1946, o primeiro Fundo de Capital de Risco gerido pela *American Research Development Company*. A existência de recursos disponíveis canalizados para incrementar investimentos produtivos conduziu ao aparecimento do que se pode designar de indústria de capital de risco. A ideia registou um enorme sucesso, conduzindo à criação, em 1958, do programa *Small Business Investment Companies* (SBIC). Este programa, assentando numa parceria entre Governo e privados, resultava da crença de que muitos negócios com potencial de desenvolvimento haviam falhado ou não tinham arrancado por falta de fundos disponíveis. Assim, com o seu próprio capital e com fundos emprestados a taxas favoráveis através do Governo Federal, o SBIC disponibilizava capital a pequenos negócios independentes, cumulativamente com um conjunto de benefícios fiscais.

A nível europeu, o crescimento da actividade de capital de risco apenas se verificou com maior intensidade nas décadas de 70/80, sendo constituída, em 1983, a *European Private*

Equity & Venture Capital Association (EVCA⁵), à semelhança do que sucedera nos EUA com a criação da *Nacional Venture Capital Association* (NVCA) em 1973.

Em Portugal, a primeira Sociedade de Capital de Risco (SCR) surgiu apenas em 1986 na sequência Decreto-Lei n.º 17/86 de 5 de Fevereiro que regulamentou a actividade de capital de risco. Este enquadramento jurídico surgiu da necessidade de se encontrarem formas alternativas ao financiamento bancário, com a dinamização das PME que careciam de meios necessários ao seu desenvolvimento.

Ainda que a dimensão deste mercado não seja significativa em Portugal, representando apenas 0,183% do PIB em 2009 (*Vide* gráfico 1 do Anexo I), o desenvolvimento desta indústria acentuou-se nos últimos 10 anos, ascendendo o montante sob gestão⁶ das SCR e FCR, em 2010, apesar do decréscimo verificado neste ano, a 2.435 milhões de euros, um valor 5,8 vezes superior ao registado em 2003 (*Vide* gráfico 2 do Anexo I). Os investimentos evidenciam uma tendência crescente desde 2003, ao invés dos desinvestimentos, assistindo-se desde 2008, a uma redução no valor global das aquisições e alienações de participações, apesar do saldo líquido ser sempre positivo e tendencialmente crescente (*Vide* gráfico 3 do Anexo I).

2.3. Investidores e investimentos em capital de risco

A indústria de capital de risco caracteriza-se pela existência de 3 tipos de investidores:

- *Venture Capitalists* - sociedades de capital de risco, cujo objectivo consiste na aquisição de participações noutras empresas num horizonte temporal de médio ou longo prazo, com vista à obtenção de mais-valias com a alienação futura da participação;
- *Corporate Venturing* - designa os investidores que, actuando geralmente sob a forma de empresa, direccionam os seus investimentos para empresas jovens, em regra nas áreas tecnológicas, que, posteriormente, integrarão os seus grupos empresariais;
- *Business Angels* - particulares que, actuando por conta própria, financiam pequenas empresas em fase prematura de desenvolvimento, o que complementa a indústria de capital de risco, pois os seus investimentos, de menor dimensão, direccionam-se para empresas que geralmente não são atractivas para as sociedades de capital de risco.

⁵ Este organismo europeu tem como objectivo representar, promover e proteger os interesses da indústria de capital de risco na Europa, contando actualmente com cerca de 1200 membros.

⁶ O montante sob gestão corresponde nas SCR às participações em carteira, investimentos em FCR e depósitos e outros activos afectos à actividade de capital de risco e nos FCR ao valor líquido global do fundo

Em Portugal, a actividade em capital de risco apenas pode ser exercida por investidores que revistam a forma de Sociedades de Capital de Risco (SCR), Fundos de Capital de Risco (FCR) ou Investidores em Capital de Risco (ICR). Para um maior aprofundamento sobre as particularidades destas entidades, *vide* Anexo II. No entanto, dada a irrelevância dos ICR no mercado nacional e não sendo público o seu registo, o trabalho focar-se-à nas SCR e FCR, referidos como investidores ou veículos de investimento em capital de risco.

No final de 2010 operavam no mercado nacional 28 SCR e 52 FCR (*Vide* Gráfico 2 do Anexo I), tendo o número de entidades aumentado progressivamente desde 2003.

Naturalmente nem todos os negócios são atractivos para o investidor em capital de risco, sendo os fundos maioritariamente orientados para empresas com elevadas perspectivas de desenvolvimento, nos sectores das novas tecnologias, como informática ou electrónica.

Em Portugal, apesar da tendência nos últimos anos ser a orientação cada vez maior para projectos nas áreas científica e tecnológica, em 2009, o sector das actividades financeiras e de seguros era o que absorvia um maior montante de fundos e as indústrias transformadoras as que concentravam um maior número de investimentos (*Vide* Quadro 1 do Anexo I).

2.4. Enquadramento jurídico

A actividade de Capital de Risco encontra-se regulamentada pelo Regime Jurídico do Capital de risco (RJCR), aprovado pelo Decreto-Lei n.º 375/2007 de 8 de Novembro⁷, aplicando-se às Sociedades, Fundos e Investidores em Capital de Risco.

As SCR, FCR e os ICR representam veículos de investimento em capital de risco, tendo como objecto o apoio de projectos empresariais, através da participação temporária no capital social das empresas. Neste âmbito, o n.º 1 do artigo 6.º do RJCR determina que estas entidades podem investir em instrumentos de capital próprio ou valores mobiliários, em instrumentos de capital alheio das sociedades participadas, prestar garantias em benefício dessas sociedades ou realizar operações de cobertura de risco necessárias ao desenvolvimento da sua actividade.

As SCR têm ainda como objecto a gestão de Fundos de Capital de Risco, podendo investir em unidades de participação dos FCR que administrem até ao limite de 50 % das unidades emitidas por cada um dos Fundos, nos termos do artigo 22.º do RJCR. Também os FCR

⁷ Anteriormente esta actividade encontrava-se regulamentada pelo Decreto-Lei n.º 319/2002, de 28 de Dezembro, com as alterações introduzidas pelos Decretos-Lei n.ºs 151/2004 de 29 de Junho e 52/2006 de 15 de Março.

beneficiam da faculdade de aquisição unidades de participação noutros FCR, desde que tal se encontre previsto no Regulamento de Gestão.

Como objecto acessório, as SCR e os ICR podem desenvolver actividades que se revelem necessárias à prossecução do seu objecto principal, em relação às sociedades por si participadas ou, no caso de SCR, a FCR que se encontrem sob sua gestão, designadamente, prestar assistência na gestão financeira, técnica, administrativa e comercial das sociedades participadas ou realizar estudos económico-financeiros de viabilidade de empresas.

Existe, no entanto, um conjunto de operações vedadas às SCR, FCR e ICR, previstas no artigo 7.º do RJCR, apresentadas no quadro seguinte:

Quadro I – Operações proibidas nas SCR, FCR e ICR

Operações proibidas	SCR	FCR	ICR
Realização de operações não relacionadas com o objecto social ou com a política de investimentos	Operação proibida	Operação proibida	Operação proibida
Investimento de mais de 50% do activo em valores mobiliários cotados	Operação proibida (a)	Operação proibida (a)	Operação proibida (a)
Detenção de instrumentos de capital próprio ou de valores mobiliários ou direitos convertíveis, permutáveis ou que confirmam o direito à sua aquisição, e instrumentos de capital alheio	Operação proibida por período superior a 10 anos (b)	Operação proibida por período superior a 10 anos (c)	Operação proibida por período superior a 5 anos (b)
Investimento de mais de 33 % dos activos em sociedade ou grupo de sociedades, 2 anos após o investimento e até 2 anos para a liquidação do FCR ou requerimento da liquidação da SCR	Operação proibida (d)	Operação proibida (d)	
Investimento de mais de 33 % do activo noutros FCR		Operação proibida	
Investimento de mais de 33 % do activo em FCR geridos por outras entidades	Operação proibida		
Investimento em sociedades que dominem a SCR ou a entidade gestora do FCR ou que mantenham, com estas, relação de grupo prévia ao investimento	Operação proibida	Operação proibida	
Concessão de crédito ou prestação de garantias para financiar a subscrição ou aquisição de valores mobiliários emitidos pela SCR, FCR, entidade gestora ou sociedades referidas no ponto anterior	Operação proibida	Operação proibida	

(a) Excepcionalmente e mediante requerimento fundamentado, e caso não resultem prejuízos para o mercado, a CMVM pode autorizar a ultrapassagem deste limite.

(b) Excepcionalmente e mediante requerimento fundamentado, e caso não resultem prejuízos para o mercado, a CMVM pode autorizar a prorrogação do tempo limite do investimento referido.

(c) Ainda que a alínea c) do n.º 1 do artigo 7.º do RJCR não mencione os FCR, o entendimento tem sido o de vedar aos mesmos este tipo de operação nos moldes aplicáveis às SCR.

(d) Os FCR e SCR cujo capital não seja colocado junto do público e cujos detentores do capital sejam apenas investidores qualificados ou se o valor mínimo do capital por estes individualmente subscrito seja igual ou superior a 500.000 euros, estão dispensados do cumprimento deste limite.

2.5. A supervisão da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

A actividade de capital de risco encontra-se sujeita à supervisão da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), o que implica a o registo de SCR, FCR e ICR para o exercício desta actividade e o acompanhamento e monitorização permanente da actividade desenvolvida por estas entidades.

Neste sentido, compete à CMVM a verificação do cumprimento do disposto no RJCR e nos Regulamentos aplicáveis ao capital de risco, nomeadamente, quanto às seguintes matérias:

- Processos de registo das entidades, conforme definido no artigo 4.º do RJCR;
- Avaliação dos activos e passivos e capital de risco, cujas regras se encontram enunciadas no Regulamento da CMVM n.º 1/2008;
- Organização da contabilidade, através das regras específicas previstas no Regulamento da CMVM n.º 12/2005;
- Cumprimento dos deveres de prestação de informação definidos no Código dos Valores Mobiliários e, em termos de capital de risco, no Regulamento da CMVM n.º 1/2008.

Para detalhe mais aprofundado relativo aos pontos enunciados, *vide* anexo III.

2.6. Particularidades da actividade de capital de risco

Nos últimos anos, procurou-se estimular o crescimento da indústria de capital de risco, com base numa racionalidade comum: o capital de risco tem impactos positivos no crescimento de pequenas empresas inovadoras e nas variáveis macroeconómicas como a produtividade, crescimento, inovação e emprego (Christenssen e Christenssen, 2002). Este endendimento encontra-se patente nas recomendações da OCDE (1998), que consideram prioritário o aumento do apoio financeiro ao desenvolvimento e pesquisa industrial, encarando o capital de risco como uma alternativa ou complemento ao suporte financeiro tradicional.

O estudo da EVCA (2002) sobre os impactos do capital de risco na Europa aponta claramente para a sua importância no financiamento de empresas em início de actividade ou estádios de expansão, sendo considerado um elemento essencial para a sua criação, sobrevivência ou crescimento, melhoria da posição competitiva em termos da quota de mercado e lucros obtidos e aumento do número de postos de trabalho.

Outros estudos foram desenvolvidos acerca do impacto do financiamento por capital de risco nas empresas (*Vide* anexo IV), demonstrando a existência de uma correlação positiva entre este financiamento e a sobrevivência das empresas, o desempenho e rendimento das

mesmas, as taxas de crescimento e valor acrescentado, o índice de inovações tecnológicas ou a sua profissionalização. Não obstante, alguns estudos concluem que o capital de risco não contribui positivamente para a sobrevivência das empresas financiadas.

Apesar do financiamento bancário continuar a ser a forma de financiamento mais utilizada e dos investidores em capital de risco apenas efectuarem uma modesta contribuição para a oferta global de fundos, a escolha entre o recurso a capital de risco ou crédito bancário representa uma decisão a tomar num momento prévio ao desenvolvimento dos projectos empresariais e reveste especial relevância, podendo condicionar o sucesso ou fracasso dos mesmos. Assumindo-se como uma importante forma de financiamento, vejamos algumas especificidades do capital de risco comparativamente com o tradicional crédito bancário.

2.6.1. Características e vantagens do capital de risco

a) Infusão de recursos

Uma boa ideia necessita de combustível para funcionar (Petreski, 2006a) e nem sempre os empresários possuem os recursos financeiros necessários à concretização dos investimentos pretendidos, confrontando-se com necessidades de recurso a capitais alheios para poderem iniciar ou desenvolver a sua actividade. Por outro lado, empresas jovens com projectos tecnológicos de alto risco encontram, muitas vezes, relutância por parte das instituições de crédito no financiamento dos seus investimentos (Gebhart e Schmidt, 2006). O capital de risco funciona, assim, como um catalisador no crescimento de pequenas empresas e da sua *performance*, resultando numa rentabilidade acrescida (Petreski, 2006a).

Certamente que o influxo de recursos financeiros na empresa aportado pelo capital de risco auxilia o seu início de actividade, existindo, no entanto, outros benefícios para além da injeção de capital. Fredriksen et al (1997) comprovam que o valor acrescentado do investidor em capital de risco nas empresas pode ser superior na vertente não económica.

b) Experiência no sector

O crédito bancário é concedido por via de um investidor não experiente, contrariamente ao capital de risco que respeita a um investidor com experiência e conhecimentos tecnológicos (Landier, 2002, Ueda, 2004). A experiência destes investidores, obtida através da especialização em empresas num determinado estágio de desenvolvimento ou sector, permite-lhes identificar possíveis dificuldades nos projectos e conceber formas de

ultrapassá-las. Por esta razão, Ueda (2000) considera que, presumivelmente, estes investidores acederão a projectos mais lucrativos que o banco.

c) Participação no capital e controlo da empresa

O financiamento bancário é atribuído à empresa sob a forma de empréstimo, não existindo qualquer grau de intervenção na gestão da mesma. Não implicando aquisição de uma participação, o controlo da empresa permanece do lado do empresário, mantendo este os incentivos eficientes para a aplicação de esforço, mas privando a empresa do *input* a nível de gestão fornecido pelo investidor. Em contrapartida, o financiamento por capital de risco consistindo na aquisição de capital social, permite ao investidor o controlo efectivo da empresa. No entanto, o *input* de competências de gestão aportado à empresa, implica que o empresário abdique parcialmente da sua detenção, diluindo o incentivo ao esforço e criando potenciais conflitos advenientes da perda de controlo (Bettignies e Brander, 2007).

d) Aconselhamento à gestão e aumento da força negocial

Na disponibilização dos fundos, os bancos assumem-se como investidores relativamente passivos (Barlo e Inci, 2010). Em contrapartida, uma vez investido dinheiro numa empresa, o investidor em capital de risco dedicará muito do seu tempo no apoio e valorização do negócio, pois aliada ao sucesso da empresa encontra-se subjacente uma alta rentabilidade. Assim, uma das características do capital de risco é o facto do investidor, para além da força financeira, contribuir com competências de gestão para a empresa (Christenssen e Christenssen, 2002, Prowse, 1998, Hopp e Rieder, 2006), designadamente, através da definição de planos de negócio, alterações estratégicas e assistência em operações de aquisição (Kaplan e Strömberg, 2001), recurso a estratégias de marketing (Davis, 2002), reestruturação da organização interna, profissionalização e reformulação das políticas de recursos humanos (Hellman e Puri, 2002) e conferência de disciplina estratégica e financeira à empresa (Hand, 2005). Kortum e Lerner (2000) referem ainda o forte impulsionamento da inovação e o influxo de oportunidades tecnológicas nas empresas.

Por outro lado, os investidores em capital de risco encontram-se munidos de uma estrutura técnica robusta que permite colocar em prática os objectivos das empresas financiadas. A intervenção exclusiva neste tipo de actividade dota estes investidores de uma vasta rede de contactos colocadas à disposição das empresas participadas, permitindo o estabelecimento de parcerias e relações estratégicas (Kaplan e Strömberg, 2001) e o recurso a soluções complementares de financiamento.

e) Retorno e inexistência de pagamento de encargos ou outras contrapartidas

O financiamento bancário é efectuado sob a forma de empréstimo, sendo o valor facial da dívida suficientemente elevado para que o rendimento esperado do banco seja igual ao custo de oportunidade dos fundos disponibilizados (Bettignies e Brander, 2007). Assim, o financiamento bancário implicará o retorno do capital disponibilizado acrescido de juros à taxa de mercado, independentemente do (in)sucesso da empresa. Em contrapartida, o investimento em capital de risco é “remunerado” através das mais-valias obtidas com a valorização e venda das empresas participadas, encontrando-se elencado ao sucesso da empresa. A opção por esta via de financiamento desonera, assim, as empresas dos encargos financeiros avultados, permitindo a optimização dos restantes recursos disponíveis.

Por outro lado, o financiamento por capital de risco não implica a concessão de qualquer contrapartida, designadamente, a prestação de garantias pessoais ou reais exigíveis no mercado bancário. A ausência de colaterais significa, no entanto, que os investidores em capital de risco devem controlar a empresa por forma a assegurar que os recursos não são desperdiçados e para alcançar o retorno do seu investimento (Allen e Song, 2002).

f) Monitorização

Landier (2002) conclui que os bancos desenvolvem tradicionalmente monitorização contabilística mas nenhum tipo de monitorização tecnológica, limitando-se o seu controlo aos activos utilizados como colateral. Em contrapartida, verifica que os investidores em capital de risco utilizam o seu alto nível de experiência para desenvolver monitorização tecnológica e para gerir activamente as empresas que financiam, o que lhes permite acompanhar continuamente os projectos e tomar medidas em caso de necessidade.

g) Equilíbrio entre capitais próprios e passivo

Contrariamente ao financiamento bancário que implica o aumento do passivo da empresa, o investimento em capital de risco implica a entrada de capital na empresa, aumentando o capital próprio e reduzindo o passivo, na medida em que diminuem as necessidades de recurso a créditos complementares. Deste modo, rácios como a autonomia financeira, solvabilidade ou *debt-to-equity*, tendem a apresentar resultados mais favoráveis, permitindo uma maior independência financeira e uma melhoria da “imagem” no mercado face a entidades financeiras e parceiros comerciais.

h) Convergência de objectivos e partilha do risco

Ainda que no passado o recurso a capital de risco tenha sido encarado como uma forma de apoiar empresas em dificuldades, assumindo-se como um *lender of last resort*, actualmente o recurso a este tipo de financiamento consiste na procura de um parceiro de negócio.

O objectivo dos investidores em capital de risco, tal como dos restantes sócios ou accionistas da empresa, assenta na valorização do negócio e na obtenção de resultados positivos. Deste modo, a existência de objectivos convergentes entre as partes envolvidas, implica o estabelecimento de uma relação de parceria entre ambos, levando a que o investidor em capital de risco caminhe ao lado da empresa (Petreski, 2006a), partilhando o sucesso e os riscos do projecto, contrariamente ao que sucede no financiamento bancário.

i) Investimento faseado

Ao invés do financiamento bancário, que implica a disponibilização do empréstimo de uma só vez, no início do contrato, no capital de risco verifica-se uma tendência para a realização faseada dos investimentos, através de infusões de capital repartidas por várias etapas. Tal situação permite que a empresa mantenha os incentivos para ser eficiente, pois se o projecto não for bem sucedido, infusões de capital seguintes poderão estar comprometidas.

Muitos estudos têm sido desenvolvidos acerca da escolha óptima entre financiamento por capital de risco ou crédito bancário (*Vide* anexo V). A escolha do financiamento dependerá, entre outros, do projecto em causa, montantes e risco envolvidos, da experiência do promotor e necessidade de recurso a especialistas experientes, da severidade dos problemas de informação assimétrica e risco moral ou da valorização atribuída a benefícios privados.

2.6.2. Fragilidades do capital de risco e riscos associados

Contrariamente aos mercados públicos, onde a regulação assegura a divulgação pública de informação sobre as empresas, no mercado de capital de risco esta informação tem que ser obtida através da realização de *due diligences* e monitorização contínua dos investimentos, tornando este tipo de investimento mais dispendioso e arriscado (Davis, 2002).

É comumente aceite e na prática verifica-se que os investidores em capital de risco investem apenas em projectos promissores (Petreski, 2006a). De facto, o capital de risco é

um tipo de investimento associado a altas rentabilidades pela assumpção de altos riscos⁸. Contudo, retornos elevados comportam um preço: os investidores têm que aceitar um baixo nível de liquidez e longos períodos de detenção previamente à materialização do retorno do investimento (Grabenwarter e Weidig, 2005).

Na tomada de decisão de investimento o primeiro passo é a identificação das oportunidades. A selecção eficiente de propostas é mais uma arte que uma ciência e depende da experiência adquirida no sector específico das empresas e no mercado de capital de risco (Prowse, 1998). Mas uma boa oportunidade de mercado terá pouco valor sem um gestor de fundos habilitado que explore essa oportunidade através de uma estratégia de investimento pertinente, o que não se revela facilitado num mercado opaco com ineficiências e baixo nível de liquidez (Weidig, 2002), onde os modelos de risco não são aplicáveis, assumindo relevância a diversificação da carteira de investimentos⁹.

Infelizmente não existe uma *check-list* que funcione como uma solução eficaz e é inevitável que certos investimentos não corram conforme esperado (Grabenwarter e Weidig, 2005), pela natureza inovadora e arriscada dos projectos (Bergemann e Hege, 1997).

Por outro lado, o capital de risco implica o estabelecimento de relações entre várias partes: os investidores que procuram um fundo ou uma sociedade de capital de risco para aplicar o seu dinheiro, o veículo de investimento e as empresas onde serão efectuados os investimentos/financiamentos. A confiança assume-se como um elemento crucial nestas relações (Petreski, 2006a). No entanto, neste tipo de parcerias, é inevitável a emergência de conflitos de interesse, o que poderá induzir ao aparecimento de comportamentos oportunistas, originando falhas de mercado.

⁸ Existe uma correlação positiva entre o nível de risco e a rentabilidade esperada. Em termos conceptuais, esta correlação assenta no pressuposto de que os investidores são avessos ao risco pelo que exigirão um prémio adicional para investirem em activos com risco e com rendibilidade incerta. O modelo CAPM fornece uma explicação para a magnitude do prémio de risco que corresponde à diferença entre a rendibilidade esperada de um activo com risco e de um activo sem risco, funcionando como uma recompensa por se deter activos com maior nível de risco em detrimento de activos sem risco.

⁹ A diversificação consiste numa técnica de gestão de risco que procura eliminar o risco específico dos activos que compõem uma carteira de investimentos, através da detenção simultânea de activos não correlacionados. Daí a famosa expressão “não colocar todos os ovos no mesmo cesto”.

3. Informação assimétrica e falhas de mercado – breve enquadramento teórico

O sector financeiro apresenta estruturas de mercado complexas, afastando as premissas económicas de maximização do lucro e minimização de custos. O capital de risco reúne características inerentes aos mercados financeiros, como a existência de informação assimétrica, que impedem o seu normal funcionamento e originam falhas de mercado.

Considera-se que nos encontramos na presença de informação assimétrica quando a informação não se encontra disponível de forma equitativa para todos os intervenientes, sendo apenas conhecida por uma das partes envolvidas na relação. Neste caso, o equilíbrio implicará a transacção de quantidades inferiores às que seriam atingidas noutra situação, sendo ineficiente relativamente aos mercados onde exista informação completa.

A assimetria de informação decorre da existência de informação não conhecida ou de acções não observáveis (Amit et al, 1998, Elitzur e Gaviious, 2003). A informação omissa origina selecção adversa, ou seja a incapacidade do investidor distinguir a qualidade dos projectos susceptíveis de financiamento. As acções não observáveis provocam problemas de risco moral, derivados da incapacidade das partes avaliarem o esforço das decisões da outra.

Amit et al (2000) estudaram o capital de risco baseados na premissa de que as assimetrias de informação são a chave para a compreensão desta indústria. Considerando que o retorno de um investimento depende do esforço aplicado e da qualidade do projecto, concluem que se o esforço aplicado pelo empresário não for observável pelo investidor, esta acção originará risco moral. Por outro lado, se a qualidade do projecto for conhecida pelo empresário mas não pelo investidor, a informação omissa origina selecção adversa.

3.1. Teoria da agência

Esta teoria explora as relações entre os direitos de propriedade e as estruturas financeiras, baseada na premissa de que os intervenientes são racionais, egoístas e avessos ao risco. O conceito central subjacente é o de “relação de agência”, ou seja, a relação contratual entre uma pessoa e outras que lhe prestam serviços enquanto agentes.

Jensen e Meckling (1976) definem a relação de agência como o contrato através do qual uma pessoa (principal) contrata outra (agente) para a realização de um serviço por sua conta, envolvendo a delegação de autoridade de decisão ao agente.

O conceito de informação assimétrica subjaz indissociável da teoria da agência, uma vez que o agente possuirá sempre um maior nível de informação em relação ao principal. Por outro lado, os interesses do agente e principal nem sempre serão coincidentes, pelo que se ambos agirem enquanto agentes maximizadores da utilidade, poderá surgir um conflito de interesses, na medida em que o agente terá incentivos para agir inapropriadamente do ponto de vista do principal, se os interesses de ambos não se encontrarem alinhados. Assim, assumindo o agente o poder de decisão, as suas acções poderão afectar negativamente a riqueza e o bem-estar do principal, uma vez que os objectivos e as atitudes perante o risco das duas partes poderão ser distintos e conflitantes (Eisenhardt, 1989), originando decisões divergentes. Acresce ainda que o principal tem dificuldade em verificar se o agente se encontra ou não a agir de acordo com os interesses de ambos.

Para limitar os conflitos de interesse entre as partes são desencadeados mecanismos que implicam a incorrência em custos de agência de forma a alinhar os interesses do principal e agente, designadamente, custos de monitorização ou vigilância (*monitoring costs*) custos de compromisso (*bonding costs*) e perdas residuais (Jensen e Meckling, 1976, Bartlett, 2006).

No capital de risco, o problema de agência coloca-se numa dupla vertente:

a) Relação entre os investidores e o veículo de investimento em capital de risco

As SCR e os FCR actuam como agentes para os restantes investidores, que optam por investir em empresas através de um intermediário financeiro, ao invés de fazê-lo de forma directa. A escolha por esta opção tem subjacente princípios de economias de escala, custos de transacção e de especialização no sector do capital de risco. Por outro lado, releva também a expectativa de retornos elevados e as vantagens da diversificação (Prowse, 1998). Actuando o veículo de investimento como um agente no qual o principal – restantes investidores – delega o poder de decisão acerca dos investimentos a efectuar, nesta relação surgem potenciais conflitos de interesse, na medida em que existe inevitavelmente informação assimétrica entre a entidade gestora do veículo de investimento, que assume um papel activo na carteira de empresas financiadas, e os restantes investidores/participantes.

Para minimizar estes problemas são definidas cláusulas contratuais para protecção dos investidores relativamente à possibilidade do veículo de investimento tomar decisões contra os seus interesses. Sahlman (1990) e Prowse (1998) consideram que a duração limitada do fundo, a política de distribuição obrigatória, o sistema de compensação e a possibilidade de

desinvestimento por parte dos investidores, funcionam como tábuas de protecção dos investidores, alinhando os interesses entre as partes na condução do investimento.

De facto, um fundo de capital de risco tem uma duração limitada não podendo o valor dos investimentos ser retido no fundo indefinidamente. Por outro lado, a generalidade dos FCR estabelece políticas de distribuição de rendimento anuais obrigatórias e, nalguns casos, políticas de devolução de capital e distribuição de rendimentos aquando dos desinvestimentos, permitindo que os investidores recuperem o valor investido ao longo da duração do fundo, à medida que se procede à alienação das participações.

O sistema de compensação existente nalguns FCR estabelece que a entidade gestora do fundo recebe uma percentagem das mais-valias realizadas com os investimentos, designada de *carried interest*. Esta compensação monetária incentiva a entidade gestora à alocação eficiente dos recursos disponíveis, valorizando a carteira do fundo e maximizando os resultados obtidos. Prowse (1998) encara este incentivo como o coração da estrutura da parceria. A introdução de penalizações é outra forma de controlar o poder do agente, através da definição de cláusulas relativas à possibilidade de substituição da entidade gestora, prevista nos Regulamentos de Gestão de alguns FCR, representa uma garantia para os participantes. Por outro lado, o efeito reputação funciona como um forte incentivo à eficiente alocação de recursos pela entidade gestora do Fundo, na medida em tal transmitirá ao mercado que a gestão do veículo de investimento funcionou de forma rentável. Tendo os FCR uma duração limitada, as entidades gestoras constituem novos fundos numa base regular, sendo esta tarefa menos dispendiosa para entidades com uma reputação favorável (Prowse, 1998). Finalmente, no que respeita ao enquadramento legal português, a existência de um regime jurídico que limita as operações a efectuar pelos veículos de investimento e a supervisão deste sector, consubstanciam uma forma de protecção dos interesses dos participantes.

b) Relação entre o veículo de investimento e a empresa participada

Na relação entre os FCR ou SCR e as empresas financiadas, verifica-se a existência de problemas de agência na medida em que os empresários assumem o papel de agente relativamente ao veículo de investimento, possuindo informação sobre os projectos que não é conhecida pelo investidor. Desta relação surgem dois problemas decorrentes da informação assimétrica:

- Selecção adversa, resultante da dificuldade do principal tomar decisões correctas com base na informação fornecida pelo agente;

- Risco moral, consubstanciado na possibilidade das empresas participadas não se empenharem o suficiente para que o projecto tenha sucesso ou na dificuldade do principal avaliar as acções do agente, que na maioria das situações não são observáveis.

Normalmente a selecção adversa ocorre antes da celebração do contrato ou seja, antes da relação de agência, no momento de avaliação das opções de investimento. Não obstante, no capital de risco, a selecção adversa pode ocorrer posteriormente, numa fase pós-contratual, quando se procede à tomada de decisões acerca do desinvestimento. Em contrapartida, o risco moral verifica-se após a concretização do investimento inicial e da relação de agência. Acresce que, num dado momento da relação entre investidor e empresa pode surgir um dilema do prisioneiro¹⁰: cada uma das partes tende a ser egoísta e agir no seu próprio interesse, apesar de saber que agindo de forma cooperativa alcançará maior sucesso.

3.2. Selecção adversa

George Akerlof (1970) foi pioneiro na análise dos problemas de informação assimétrica e considerou um modelo engenhoso para explicar esta situação. Com base na sua teoria “*Market for lemons*”¹¹, demonstrou que a existência de informação assimétrica poderia conduzir a situações nas quais o mercado seleccionaria *itens* de baixa qualidade, originando falhas de mercado, uma vez que as trocas potencialmente eficientes não teriam lugar. O princípio de Akerloff na teoria da estrutura de capital baseia-se na ideia de que o financiamento disponibilizado por um investidor irá atrair as empresas com projectos menos rentáveis (Cummings, 2006), afastando projectos potencialmente lucrativos.

Previamente à decisão de investimento, os investidores em capital de risco analisam uma série de propostas, seleccionando apenas uma pequena parte, através de uma triagem profunda com base em modelos de análise e avaliação. Uma vez que o investidor não possui informação completa acerca das empresas susceptíveis de financiamento, este mecanismo de triagem poderá levar à selecção dos projectos menos rentáveis.

Chan e Thakor (1987), na análise ao equilíbrio dos contratos de crédito, consideraram que a selecção adversa deriva da ausência de investidores devidamente informados. Como

¹⁰ O dilema do prisioneiro é um problema da teoria dos jogos que pressupõe que cada jogador, actuando de modo independente, procura aumentar a sua vantagem sem considerar o resultado do outro jogador. Tal situação incentiva cada jogador, individualmente, a defraudar o outro, ainda que ambos atingissem um melhor resultado se colaborassem.

¹¹ Akerlof descreve uma situação em que os vendedores de carros usados têm informação privada sobre a qualidade dos seus carros, mas os compradores não conseguem discernir as diferenças de qualidade previamente à compra. Deste modo, os carros de baixa qualidade (“*lemons*”) dominam o mercado, pelo que o mercado seleccionará adversamente.

resultado, apenas os projectos “inferiores” (*lemons*) serão financiados, originando o desvio de fundos que poderiam ser aplicados em projectos rentáveis para outro tipo de investimentos com retornos mais baixos, configurando uma indesejável alocação de recursos.

3.3. Risco moral

O risco moral designa uma falha de mercado, segundo a qual um agente, mediante determinados incentivos, opta por agir de uma forma que não é óptima, por via da assumpção de maiores níveis de risco ou de aplicação de um menor esforço, o que poderá levar à redução da riqueza da contraparte envolvida. Esta situação tem origem na existência de acções que não são observáveis pela outra parte, impedindo a sua monitorização.

Segundo Mishkin (1997), o risco moral existe no mercado de crédito porque os devedores têm incentivos para assumir projectos mais arriscados do que o que seria desejável para o credor, uma vez que estes proporcionam maiores retornos. No financiamento por capital de risco, o problema coloca-se de igual forma: recebido o financiamento, a empresa poderá ter incentivos para assumir um maior risco na condução da sua actividade ou desleixar-se relativamente ao negócio. Por outro lado, implicando o capital de risco uma transferência na detenção da empresa do empresário para o investidor, tal situação poderá diluir o incentivo ao esforço do empresário, criando conflitos potenciais advenientes da perda de controlo (Bettignies e Brander, 2007). Acresce ainda que, sem os incentivos adequados, também o investidor poderá aplicar pouco esforço no acompanhamento e apoio da empresa.

Surge, assim, um duplo problema de risco moral uma vez que empresário e investidor exercem um esforço para o desenvolvimento do projecto que não é observável pelo outro.

3.4. Formas de mitigar os problemas de informação assimétrica

Assumindo-se a informação assimétrica como uma característica intrínseca dos mercados financeiros e, particularmente, do capital de risco, e sendo considerada a maior causa da selecção adversa e risco moral, os investidores de capital de risco têm desenvolvido mecanismos para atenuar estes problemas. E uma das qualidades deste investidor é a sua capacidade de reduzir a informação assimétrica (Elitzur e Gavius, 2003, Cummings, 2006). Amit et al (1998) consideram ser esta a razão da existência dos investidores em capital de risco na medida em desenvolvem esta função melhor que outros agentes.

Previamente à concessão dos financiamentos, os investidores em capital de risco dedicam muito tempo e esforço a observar e avaliar oportunidades de investimento (Kaplan e Stromberg, 2001), desenvolvendo um longo e moroso processo de avaliação de projectos potenciais, agregando informação acerca do negócio, do posicionamento e enquadramento da empresa, da equipa de gestão ou do próprio promotor (Berger e Udell, 1998). O recurso a *due diligences* extensivas é um procedimento necessário no mercado de capital de risco uma vez que existe pouca informação pública e, na maioria das vezes, o investidor não tem qualquer relação com as empresas a financiar (Prowse, 1998). Esta triagem tem por objectivo reduzir a informação assimétrica, eliminando a possibilidade de aceder a projectos sem qualidade – selecção adversa – e assegurando que os fundos não são enviesados para financiar projectos alternativos – risco moral (Berger e Udell, 2002).

A presença de investidores informados pode aliviar o problema de selecção adversa, culminando numa alocação de recursos mais eficiente e no aumento do bem-estar (Chan e Thakor, 1987). Mishkin (1997) considera que o fornecimento ao mercado de dados acerca das empresas que procuram financiamento através da existência de entidades que agregam e vendem informação acerca das mesmas, distinguindo a sua qualidade¹², poderá minimizar o problema, apesar da presença de *free-riders*, que beneficiam da informação a custo zero.

A teoria da sinalização, enquanto forma de reacção aos efeitos da selecção adversa, foi inicialmente estudada por Spence (1973). No capital de risco, esta teoria poderá manifestar-se através da participação no projecto pelo próprio promotor, partilhando o risco com os restantes investidores, o que funcionará como um sinal das potencialidades desse projecto, reduzindo a assimetria de informação para os investidores. Por outro lado, o financiamento de uma empresa por via de capital de risco, fornece ao mercado um sinal da sua viabilidade, transmitindo credibilidade e confiança aos restantes investidores, tal como o desinvestimento forçado de uma empresa indicará a sua fragilidade económico-financeira.

Apesar de não existirem contratos completos, pois não é possível prever antecipadamente todas as situações, a definição de contratos financeiros que incluam cláusulas referentes à alocação dos *cash flows* e dos direitos de controlo entre o promotor e o investidor em capital de risco pode minimizar os problema de informação assimétrica (Kaplan e Strömberg, 2001, Bartlett, 2006) e dos conflitos de interesses advenientes da relação.

¹² Exemplos destas entidades são as actuais agências de rating Standard and Poor's, Moody's Investor Services ou Fitch ratings. Estas agências de rating avaliam países, instituições ou empresas, atribuindo notas de risco sobre a capacidade de pagarem as suas dívidas.

Assume especial relevância a determinação da parcela de capital óptima a deter pelo investidor em capital de risco. Se por um lado, uma elevada participação do investidor aumenta os incentivos para que este se empenhe, em contrapartida, enfraquece os incentivos do empresário na aplicação de esforço, pois tal resulta numa parcela de propriedade e controlo que se transferem para o investidor. Para evitar a redução no esforço do empresário, a solução poderá passar pela definição paralela de mecanismos compensatórios, designadamente, a atribuição de uma compensação variável no caso de serem atingidos certos objectivos de *performance* (Prowse, 1998) ou a atribuição de quotas/acções da empresa.

A atribuição de acções preferenciais convertíveis ao investidor em capital de risco poderá funcionar como um incentivo para o sucesso da empresa (Allen e Song, 2002, Gebhardt e Schmidt, 2006). Os detentores destas acções têm prioridade no pagamento, designadamente, em caso de liquidação. Deste modo, se a empresa tiver um sucesso apenas relativo, as mais-valias serão atribuídas a estes accionistas e os detentores de acções comuns poderão não receber nada. A atribuição de direitos de voto ou representação nas decisões da direcção (Prowse, 1998, Landier, 2002) é também um mecanismo utilizado no capital de risco, permitindo ao investidor participar na gestão da empresa. Kaplan e Strömberg (2001) concluíram que o uso de títulos convertíveis e a alocação de direitos de controlo eram os instrumentos mais utilizados pelos investidores em capital de risco para minimizar os efeitos da informação assimétrica. Nos fundos de capital de risco portugueses esta questão é conseguida através da existência de categorias de unidades de participação distintas, com direitos e obrigações diferenciados.

A monitorização contínua dos investimentos realizados permite reduzir problemas de risco moral (Mishkin, 1997, Kaplan e Strömberg, 2001, Cummings, 2006) uma vez que o envolvimento activo na empresa por parte do investidor limita o aparecimento de comportamentos oportunistas. No entanto, Grabenwarter (2005) refere que é necessário habilidade, experiência e uma visão intuitiva para tirar conclusões correctas a partir da monitorização dos parâmetros relevantes, salientando a importância de uma estratégia de gestão de risco dedicada à recolha de informação, definição de parâmetros para aferição do desempenho dos investimentos, diversificação e estratégias de gestão da liquidez.

Outra possibilidade para reduzir problemas de risco moral e minimizar o risco a que se encontra exposto o investidor em capital de risco, é o faseamento dos investimentos a realizar (Sahlman, 1990, Elitzur e Gaviious, 2003, Bergemann e Hege, 1997), através de entradas de capital parcelares, permitindo um controlo permanente da empresa e a eventual

re-negociação das cláusulas contratuais em infusões de capital posteriores (Bartlett, 2006). Por outro lado, a definição de objectivos a alcançar previamente aos investimentos subsequentes, gera incentivos à aplicação de esforço pelo empresário, estimulando o alcance das metas definidas. Não obstante, Landier (2002, 2005) considera que a infusão de uma grande quantia de capital no início de um projecto permite que o promotor assuma um comportamento eficiente, maximizando o valor do projecto e que infusões de capital parcelares reduzem os incentivos para agir de forma eficiente.

Assumindo a existência de um problema de duplo risco moral, Casamatta (2003) conclui que a existência de uma componente estritamente positiva no rendimento do investidor em capital de risco em caso de sucesso fornece um incentivo apropriado para que este contribua para o projecto com aconselhamento útil. No entanto, o *payoff* financeiro contingente afectará os lucros do empresário, reduzindo o seu rendimento, o esforço aplicado e, eventualmente, a probabilidade de sucesso do projecto. A sensibilidade desta função de compensação aumenta com a severidade da informação assimétrica (Kaplan e Strömberg, 2001).

A sindicância dos investimentos representa outra forma de reduzir a exposição ao risco de agência do investidor de capital de risco (Bartlett, 2006, Deli e Santhanakrishnan, 2010). Esta opção consiste no financiamento conjunto de uma empresa por parte de vários investidores em capital de risco, podendo ocorrer numa fase inicial ou intermédia do projecto, permitindo diversificação das carteiras e a redução do risco global assumido pelo investidor (Manigart et al, 2002). Por outro lado, a existência de uma “segunda opinião” em termos de avaliação e competências de gestão complementares acrescem valor aos projectos (Brander et al, 2002), tornando o recurso à sindicância dos investimentos apelativo. Hopp e Rieder (2006) verificam a existência de uma correlação negativa entre o nível de experiência do investidor em capital de risco e a abertura à sindicância dos investimentos.

Mishkin (1997) considera que a regulamentação governamental no sentido de aderência a princípios contabilísticos que encorajem as empresas a revelar informação verdadeira e transparente para que os investidores possam aferir a qualidade das empresas poderá contribuir para a redução dos problemas de informação assimétrica e risco moral.

4. O SNC e o regime contabilístico do capital de risco

O Sistema de Normalização Contabilística (SNC)¹³ entrou em vigor em 1 de Janeiro de 2010, abrangendo as entidades que utilizavam o Plano Oficial de Contabilidade (POC). Resultando de uma adaptação das Normas Internacionais de Contabilidade (IAS/IFRS), procurou harmonizar o quadro contabilístico nacional com as terminologias e princípios da União Europeia, contribuindo para o aumento da segurança jurídica da norma contabilística. O SNC assume-se como um sistema de Normas Contabilísticas e de Relato Financeiro (NCRF) assentes em princípios, aderente ao modelo do *International Accounting Standards Board* (IASB) adoptado na União Europeia, contrariamente ao modelo anterior - POC - onde prevalecia um conjunto de regras explícitas. Esta alteração implica uma maior subjectividade no entendimento e aplicação das normas, traduzindo-se numa maior liberdade de actuação das entidades em matéria de políticas contabilísticas e numa responsabilização acrescida pelo cumprimento dos princípios gerais, fomentando a apresentação de informação financeira de qualidade.

4.1. A harmonização e a transparência contabilística

Uma das condições cruciais ao desenvolvimento do mercado comum europeu é a existência de um fluxo de informação financeira comparável resultante do processo de normalização contabilística (Canibano e Mora, 2000), assumindo especial relevância para a competitividade europeia que os mercados de capital atinjam convergência nos princípios de preparação das demonstrações financeiras vigentes na Europa¹⁴. Para Ding et al (2005) a harmonização contabilística fomenta o desenvolvimento internacional do mercado de capitais, assegurando a sua eficiência e reduzindo o custo da produção de informação.

Segundo Diaconu (2007) para que a informação financeira seja utilizada na tomada de decisões, deverá ser não apenas inteligível, mas comparável, pelo que o processo de globalização implica a utilização de procedimentos contabilísticos uniformizados. Mas para que a harmonização contabilística funcione, esta não deve ser encarada como um processo singular de convergência, devendo atender às especificidades de cada sector. Assim, para se atingir a comparabilidade das demonstrações financeiras, os reguladores não devem negligenciar as características empresariais dos vários países (McLeay e Jaafar, 2007).

No entanto, apesar dos benefícios da harmonização contabilística, Sunder (2010) considera que a busca de padrões contabilísticos uniformes poderá resultar numa diminuição da

¹³ Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 158/2009 de 13 de Julho

¹⁴ Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho de 19 de Julho

eficácia dos relatórios financeiros na gestão e na informação prestada ao mercado de títulos, na medida em que normas uniformes induzem os contabilistas a assumir a atitude *follow-the-rule-book* em detrimento do desenvolvimento do seu julgamento profissional.

Para Richard Breeden (citado em Sunder, 2010) normas globais idênticas são um objectivo ilusório e inalcançável, mas a tentativa de se atingirem objectivos similares e de tratar problemas idênticos da mesma forma reflecte um objectivo realístico. Aliás, como mencionam Canibano e Mora (2000) a *standardização* implica a adopção de princípios uniformes por parte dos países envolvidos, enquanto que a harmonização sugere uma reconciliação de diferentes pontos de vista, permitindo a aplicação de requisitos diferentes em países diferentes, por forma a assegurar a não emergência de conflitos.

Por outro lado, um dos princípios chave da evolução na regulamentação contabilística é a divulgação de informação mais transparente sobre a actividade das empresas. E princípios contabilísticos mais definidos contribuem para o aumento da precisão e transparência da informação extraída da contabilidade. Com informação mais precisa, reduz-se a assimetria de informação entre empresas e investidores e o custo do capital. Leuz and Verrecchia (2000) concluíram que a componente de informação assimétrica que influencia o custo do capital diminuiu depois da implementação das IFRS, devido ao aumento do nível e qualidade das divulgações, permitindo a obtenção de melhores *ratings*. Bartov et al (2002) e Barth et al (2008) consideram que da adopção das IAS/IFRS resultou uma maior qualidade contabilística e Petreski (2006b) concluiu que a adopção das normas elevou o valor da empresa. Sob o ponto de vista dos reguladores do mercado, informação contabilística mais transparente e comparável contribui para a manutenção da confiança nos mercados financeiros, aumentando a sua eficiência e reduzindo o custo do capital para as empresas¹⁵.

No entanto, apesar da percepção geral de que a transparência é benéfica, a literatura identificou situações em que a informação publicamente divulgada pode revelar-se socialmente indesejável. Apesar da teoria económica sugerir que um aumento do nível de informação divulgada pelas empresas reduz o custo do capital que deriva da assimetria de informação, Bignony e Breton (2006) consideram que esta presunção é falsa. No estudo efectuado, concluem que as divulgações financeiras aumentam o custo do capital devido à presença de um especulador informado, despoletando as assimetrias de informação no mercado secundário que reduzem a liquidez e aumentam potencialmente o custo do

¹⁵ Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho de 19 de Julho

financiamento externo. Prat (2005) demonstrou que uma maior quantidade de informação acerca dos agentes envolvidos nas relações poderá prejudicar o bem-estar, pois induz a redução de incentivos e Crémer (2010), numa abordagem da relação de agência, concluiu que a limitação dos fluxos de informação poderá mitigar problemas de selecção adversa e de risco moral. Kanodia et al (2005) argumentam que alguma imprecisão nos reportes contabilísticos não é necessariamente nociva, podendo trazer valor acrescentado, pelo que o nível óptimo de imprecisão não é nulo.

4.2. Enquadramento contabilístico do capital de risco

A actividade de capital de risco encontra-se sob a supervisão da CMVM, competindo a esta entidade a definição do seu enquadramento jurídico e contabilístico.

O Regulamento da CMVM n.º 12/2005 estabelece as orientações em matéria contabilística a implementar no capital de risco, determinando que às SCR e aos FCR se aplica o Plano Oficial de Contabilidade (POC), com algumas especificidades relativas às características típicas da actividade de capital de risco, designadamente, o registo das mais e menos-valias potenciais decorrentes da aplicação do justo valor às empresas participadas em contas de ajustamentos financeiros, a utilização de contas extra-patrimoniais para salientar os compromissos típicos desta actividade e a inclusão de notas adicionais no Anexo para a prestação de informação específica sobre a actividade de capital de risco.

4.3. Impactos da introdução do Sistema de Normalização Contabilística

Com aprovação do SNC e a consequente revogação do POC, os investidores em capital de risco passam a utilizar o novo normativo como referencial contabilístico, ainda que o Regulamento da CMVM n.º 12/2005 se mantenha em vigor e efectue a remissão para o POC. No entanto, as normas e princípios contabilísticos introduzidos pelo SNC, implicam alterações substanciais no reporte da informação dos investidores em capital de risco.

4.3.1. Capital subscrito *versus* capital realizado

O POC determinava a contabilização da subscrição do capital através do crédito na conta 51 – *Capital*, por contrapartida de uma conta de terceiros, 264 – *Subscritores de capital* (Santiago, 2006). À medida que se procedia à realização do capital, a conta de terceiros era creditada por contrapartida de uma conta 12 – *Depósitos*. O Balanço evidenciava, no capital próprio, o valor do capital subscrito, e a parte do capital subscrito e não realizado constava no Activo, consubstanciando um crédito sobre os sócios/accionistas (*Vide* Anexo VI).

O SNC traz uma nova abordagem, determinando na NCRF 27, que *“Uma entidade deve reconhecer um activo ou passivo financeiro, um instrumento de capital próprio quando a entidade emite tais instrumentos e os subscritores fiquem obrigados a pagar dinheiro ou entregar qualquer outro recurso em troca dos referidos instrumentos”*. Mas, *“se os instrumentos de capital próprio forem emitidos antes dos recursos serem proporcionados, a entidade deve apresentar a quantia a receber como dedução ao capital próprio e não como activo”*.

A transposição para o SNC acarreta, assim, uma alteração substancial na rubrica de capital, traduzida na apresentação em Balanço, apenas do capital realizado (*Vide Anexo VI*).

Em termos de registos contabilísticos as regras mantêm-se, sendo registado na conta *51 – Capital*, o montante subscrito, por contrapartida de uma conta de terceiros, *261 – Accionistas com subscrição*. No entanto, para efeitos de elaboração do Balanço, ao saldo da conta de capital deve ser deduzido o eventual saldo constante na referida conta de terceiros. A intenção é a de que as Demonstrações Financeiras das entidades reflectam no Capital Próprio apenas o valor do capital efectivamente realizado, o que se coaduna com o elenco de princípios do SNC, baseados numa maior transparência.

Naturalmente que a alteração da apresentação da conta de capital no Balanço apenas terá impacto nas entidades que apresentem capital subscrito e não realizado.

Os investidores em capital de risco beneficiam da possibilidade de realização do capital diferida no tempo. Esta faculdade tem sido largamente utilizada, principalmente nos FCR mais recentes que, contrariamente às SCR e ICR, não se encontram sujeitos por lei a uma percentagem mínima de realização de capital ou a um período máximo de diferimento.

A conversão para SNC, considerando apenas a parcela de capital realizado, resultará numa redução automática do capital próprio, do Valor Líquido Global do Fundo¹⁶(VLGF) e do Valor da Unidade de Participação¹⁷(VUP) dos FCR. Ainda que estes fundos sejam fechados e de subscrição particular, as Unidades de Participação (UP) são subscritas por investidores diversificados, que assistirão a uma redução substancial da VUP dos FCR onde investiram.

No entanto, com a aprovação do SNC, o Regulamento da CMVM n.º 12/2005 entra em contradição com o novo normativo, dispondo no ponto 3.1. que *“A possibilidade de realização diferida da subscrição não deve influenciar o valor da unidade de participação, pelo que este reflectirá o valor do capital subscrito independentemente do grau de realização,*

¹⁶ Valor Líquido Global do Fundo (VLGF) ou *Net Asset Value* (NAV) corresponde aos activos deduzidos dos passivos e coincide com o capital próprio dos Fundos de Capital de Risco

¹⁷ O Valor da Unidade de Participação (VUP), à semelhança do valor por acção, é calculado através da divisão do VLGF pelo número de Unidades de Participação (UP) emitidas.

excepto quando exista capitalização desse montante.” Ou seja, este parágrafo que se coadunava com as regras do POC, contraria o SNC, uma vez que permite a consideração da parcela não realizada do capital no apuramento da VUP dos FCR.

A operacionalização entre as normas do SNC e o Regulamento da CMVM n.º 12/2005 não é de fácil aplicação. Se por um lado, o Regulamento da CMVM, assumindo a forma de lei especial, se sobrepõe sobre a lei geral (SNC) também não é menos certo que o mesmo nunca quis com tal parágrafo excepcionar uma situação específica em relação ao POC, mas apenas detalhá-la e explicitá-la em conformidade com esse normativo. Como tal, não se afigura razoável a permissão de uma derrogação relativamente aos princípios do SNC.

Questão diferente é procurar compreender os motivos por detrás desta alteração das normas. Com base nos princípios subjacentes ao SNC considera-se que o capital não realizado não configura um activo da entidade, na medida em que não constitui *“um recurso controlado pela entidade, como resultado de acontecimentos passados e do qual se espera um influxo de benefícios económicos futuros”*¹⁸. Também não representa um instrumento de capital próprio que é *“qualquer contrato que evidencie um interesse residual nos activos de uma entidade após dedução de todos os seus passivos”*¹⁹. Assim, enquanto não se verificar a entrada efectiva de dinheiro (realização), não haverá reconhecimento de capital próprio e activo. De facto, o capital social funciona como uma garantia perante credores e partes interessadas na solvabilidade da empresa, devendo transmitir uma imagem verdadeira e apropriada da posição financeira da mesma, fazendo sentido que o capital social constante no Balanço inclua apenas a parcela realizada.

Mas vejamos mais aprofundadamente a situação dos Fundos de Capital de Risco.

A subscrição de unidades de participação de um FCR implica a assinatura de um boletim de subscrição por parte do subscritor, que adquire a qualidade de participante quando procede à primeira realização de capital. Nesta operação, o participante adquire, por um lado, o direito à titularidade das UP subscritas e, por outro, a obrigação de realizar a restante parcela. A realização dos montantes de capital subsequentes é efectuada com base em chamadas da entidade gestora à medida que sejam necessárias infusões de capital para realização dos investimentos. No entanto o legislador, procurando dissuadir comportamentos lesivos para o Fundo enquanto património, estatuiu no artigo 21.º do RJCR que *“A não realização das entradas em dívida nos 90 dias seguintes ao início da mora implica a perda,*

¹⁸ Definição de activo constante na Estrutura Conceptual do SNC, publicada pelo Aviso n.º 15652/2009 de 7 de Setembro

¹⁹ Definição constante na NCRF 27 – Instrumentos Financeiros, aprovada pela Portaria n.º 986/2009 de 7 de Setembro

a favor do FCR, das unidades de participação em relação às quais a mora se verifique, bem como das quantias pagas por sua conta.” Ou seja, o incumprimento da realização do capital implica, não só a perda dos direitos inerentes à qualidade de participante do Fundo, mas também das UP que se encontrem parcialmente realizadas, retornando estas à esfera do Fundo que deverá aliená-las no prazo de um ano.

Perante tal enquadramento, pode inferir-se que a entidade gestora terá algum controlo na realização do capital, o que nos leva a ponderar até que ponto os valores não realizados poderão consubstanciar um activo e um instrumento de capital próprio do FCR. Não obstante, a consideração da parcela de capital não realizada com activo implicaria a apresentação da mesma no capital próprio, o que contraria claramente as normas contabilísticas.

4.3.2. Participações em Fundos de Capital de Risco com capital por realizar

Intrinsecamente relacionado com esta questão encontra-se o valor pelo qual os detentores de unidades de participação em fundos de capital de risco registam os seus investimentos.

Em POC, a aquisição de UP era registada no Activo pelo valor subscrito, sendo evidenciado no Passivo a parcela que não se encontrasse realizada.

A alteração das regras contabilísticas implica uma mudança na forma de apuramento do VLGF e da VUP dos FCR, considerando-se, para efeitos deste cálculo, apenas a parcela de capital realizado. Desta alteração, parece resultar que a participação na óptica dos detentores das UP deva ser registada com base neste valor, multiplicando o número de UP detidas pela VUP apurada de acordo com as regras do SNC. Aplicando-se tal interpretação, os participantes em FCR teriam que ajustar os seus investimentos financeiros ao valor da nova UP, necessariamente inferior ao valor considerado em POC.

Mas esta questão merece uma maior atenção.

O artigo 8.º do Regulamento da CMVM n.º 1/2008 determina que as UP de FCR “*são avaliadas pelo último valor patrimonial divulgado pela entidade gestora*”, o que significa a valorização de acordo com a VUP apurada em SNC. A aplicação desta opção implicaria a existência de apenas uma VUP a utilizar por todos os participantes, mas acarretaria um problema se a realização do capital pelos participantes não ocorresse no mesmo momento. Os participantes que tivessem realizado menores parcelas do capital, beneficiariam ilegítimamente da VUP resultante da realização dos restantes participantes; situação contrária aplicar-se-ia aos participantes que houvessem realizado maiores parcelas de capital.

Por outro lado, o n.º 3 do artigo 19.º do RJCR determina que “*O valor atribuído à participação de cada subscritor não pode ser superior ao da respectiva contribuição para o FCR, considerando-se para o efeito a respectiva contribuição em dinheiro (...)*” donde resultaria que o investimento a registar por cada um dos participantes deveria coincidir com a parcela de capital que os mesmos houvessem realizado. No entanto, este registo originaria o apuramento de VUP diferentes daquele que tivesse sido apurado pela entidade gestora.

O Regulamento da CMVM n.º 12/2005 prevê a existência de contas extra-patrimoniais a utilizar para registar os compromissos assumidos pelos investidores de capital de risco, pelo que a utilização destas contas para registo da obrigação do participante quanto à realização do restante capital poder-se-ia afigurar como uma opção. No entanto, a obrigação de realização das UP configura um compromisso patrimonial, podendo do seu incumprimento resultar a perda das mesmas a favor do FCR, não se afigurando razoável o registo desta obrigação extra-patrimonialmente. Por outro lado, ainda que se optasse por esta via, permaneceria incerta a forma de registo nas contas de outras entidades não relacionadas com capital de risco, que detêm UP de FCR mas não dispõem de contas extra-patrimoniais.

A consideração da parcela de capital subscrito e não realizado como activo e passivo contingente poderia afigurar-se uma alternativa, o que implicaria não o reconhecimento destes montantes, mas a sua divulgação. Não obstante, a subscrição de unidades de participação de um FCR traduz-se na obtenção de um direito relativamente a esses títulos acompanhado de uma obrigação de realização do valor subscrito. A obrigação é de tal forma certa que o seu incumprimento poderá levar à perda das UP que já se encontrem realizadas. Como tal, não parece admissível que tais direitos e obrigações possam ser considerados activos ou passivos contingentes ao abrigo da *NCRF 21 – Provisões, passivos contingentes e activos contingentes*, impondo-se o seu reconhecimento.

As alternativas de registo das UP em FCR mencionadas implicariam o desreconhecimento do passivo financeiro que se encontrava evidenciado em POC. No entanto, a *NCRF 27 – Instrumentos Financeiros*, determina que uma entidade apenas deve desreconhecer um passivo financeiro quando este se extinguir, isto é, quando a obrigação estabelecida no contrato seja liquidada, cancelada ou expire. Como tal, o desreconhecimento da obrigação de realização do capital subscrito não parece admissível à luz das regras contabilísticas.

Por outro lado, o reconhecimento de activos com base na VUP apurada pela entidade gestora, calculada com base na parcela de capital realizado, originaria a redução automática do activo dos detentores de UP de FCR, no valor correspondente à parte não realizada, o

que resultaria, no registo imediato de resultados negativos. Acresce ainda que, à medida que se procedesse a realizações adicionais de capital, os participantes reconheceriam rendimentos decorrentes da realização das UP, ainda que esta realização fosse efectuada por outros participantes e ainda que o FCR registasse desvalorizações e resultados negativos relativos às participações detidas. Tal alternativa, ainda que concordante com as normas contabilísticas, não parece fazer sentido em contexto de fundos de capital de risco.

Assim, considerando que: (i) a subscrição das UP implica, para o subscritor, a aquisição do direito à titularidade daquelas UP, em contrapartida de uma obrigação de realização das mesmas e que (ii) a não realização das UP por parte do participante resulta na perda das mesmas, originando a extinção do activo que se encontra reconhecido (parte do capital realizado), considera-se que a solução mais adequada será o reconhecimento no activo do valor do capital subscrito (capital realizado e não realizado), e no passivo o valor que se encontra por realizar, traduzindo a obrigação do participante para com o Fundo. Da diferença entre o activo e passivo resulta o valor efectivamente realizado pelo participante. Esta alternativa de registo, sendo a que melhor se coaduna com as especificidades do capital de risco, comporta, no entanto, uma inconsistência, resultante do facto de ser evidenciado, no Balanço do participante, um passivo que não encontra correspondência nas demonstrações financeiras do Fundo, pois a parte não realizada é deduzida ao capital subscrito. Perante as várias interpretações que resultam da conjugação entre normas contabilísticas, regime jurídico e especificidades do capital de risco, emerge a necessidade de definição de critérios claros referentes à contabilização e registo das participações detidas nestes Fundos.

4.3.3. Prestações suplementares e acessórias nas Sociedades de Capital de Risco

O POC determinava de forma clara e inequívoca a utilização da conta 53 – *Prestações suplementares*, elencada na rubrica de capital próprio, para o registo destas prestações, não existindo uma conta específica para o registo de prestações acessórias (*Vide Anexo VI*).

O SNC redenomina a conta de “*Prestações Suplementares*” para “*Outros instrumentos de capital próprio*” (*Vide Anexo VI*) e as Notas de Enquadramento²⁰ referem a utilização desta conta “*para reconhecer as prestações suplementares ou quaisquer outros instrumentos financeiros que não se enquadrem na definição de passivo financeiro.*” De acordo com o enunciado, as prestações suplementares ou acessórias poderão constituir um passivo da entidade ou um instrumento de capital próprio, devendo ser efectuado o respectivo

²⁰ Aprovadas pela Portaria n.º 1011/2009 de 9 de Setembro

enquadramento através da análise das condições em que as mesmas foram concedidas, examinando-se as cláusulas contratuais. Se o sócio/accionista tiver o poder de exigir à entidade o reembolso das prestações realizadas, se as mesmas vencem juros ou se está definido um prazo de reembolso, então tratar-se-à de uma dívida que deve ser registada no passivo. Quando o controlo do reembolso não esteja do lado do sócio/accionista os montantes deverão ser considerados no capital próprio (Rodrigues, 2009).

Em conformidade com o exposto, foi emitido o Parecer da Comissão de Normalização Contabilística de 9 de Junho de 2010 determinando o reconhecimento das prestações suplementares em capital próprio apenas se as mesmas não configurarem uma obrigação presente da entidade quanto à sua restituição e das prestações acessórias apenas se o contrato a que corresponda o conteúdo da obrigação cumprir a definição de instrumento de capital próprio.

Em termos de substância, podemos inferir que o detentor do capital tem sempre o poder para exigir o reembolso das prestações efectuadas, ainda que, no caso de prestações suplementares, a sua restituição dependa dos requisitos estatuídos no artigo 213.º do Código das Sociedades Comerciais (CSC)²¹. Não obstante, revistindo as SCR a forma de sociedade anónima, relevará apenas a contabilização das prestações acessórias realizadas pelos accionistas²², que não se encontram sujeitas a esta limitação, pelo que a regra será o registo como um passivo e não como instrumento de capital próprio.

A eventual reclassificação das prestações acessórias para passivo provocará uma redução no capital próprio e um aumento no passivo das SCR com impactos no valor por acção.

4.3.4. Mensuração e registo dos investimentos financeiros

O Regulamento da CMVM n.º 1/2008 determina que os investimentos em capital de risco são avaliados pelos métodos conservador (durante o primeiro ano) ou justo valor (*Vide* ponto 3 do Anexo III). Por outro lado, o Regulamento da CMVM n.º 12/2005 refere que as participações em capital de risco deverão ser registadas na conta 41 – *Investimentos Financeiros*, em conformidade com o definido no POC.

O SNC traz uma nova abordagem desta questão, considerando nas Notas de Enquadramento que “*os investimentos que representem participações de capital são mensurados de acordo com os métodos indicados no quadro seguinte, conforme NCRF 13 – Interesses em empreendimentos conjuntos e investimentos em associadas, NCRF – 15 – Investimentos em subsidiárias e consolidação de contas e NCRF 27 – Instrumentos financeiros*”.

²¹ A restituição das prestações suplementares depende de deliberação dos sócios (n.º 2) e apenas pode ocorrer se a situação líquida não ficar inferior à soma do capital e da reserva legal e o respectivo sócio já tenha liberado a sua quota (n.º 1).

²² De acordo com o CSC, as prestações suplementares apenas se encontram previstas para sociedades por quotas.

Quadro 2 - Mensuração dos investimentos financeiros em SNC

Participações (#41/#14)	Contas individuais	Contas consolidadas
Em subsidiárias	Por regra, o método da equivalência patrimonial	Método da consolidação integral
Em associadas	Por regra, o método da equivalência patrimonial	Método da equivalência patrimonial
Em empreendimentos conjuntos (entidades conjuntamente controladas)	Método da consolidação proporcional ou método da equivalência patrimonial	Método da consolidação proporcional
Noutras entidades	Método do Custo ou método do justo valor (conta 14)	Método do Custo ou método do justo valor

Fonte: Portaria n.º 1011/2009 de 9 de Setembro

Em SNC, e contrariamente ao entendimento que tem vindo a ser manifestado por alguns peritos da área, os investimentos em capital de risco não são mensurados pelo Método da Equivalência Patrimonial, mas sim de acordo com os métodos do custo ou custo amortizado menos perdas por imparidade ou justo valor através de resultados, conforme prescreve a NCRF 27 e em conformidade com o definido no Regulamento da CMVM n.º 1/2008.

No entanto, de acordo com as normas do SNC apenas poderão ser registados na conta 41 – Investimentos financeiros, as participações noutras entidades que sejam mensuradas ao custo histórico, pelo que os investimentos mensurados ao justo valor serão obrigatoriamente registados na conta 143 - *Outros activos e passivos financeiros (justo valor através de resultados)*. Determinam as Notas de Enquadramento que “esta conta visa reconhecer todos os instrumentos financeiros que não sejam caixa (conta 11) ou depósitos bancários que não incluam derivados (contas 12 e 13) que sejam mensurados ao justo valor, cujas alterações sejam reconhecidas na demonstração de resultados. Consequentemente, excluem-se desta conta os restantes instrumentos financeiros que devam ser mensurados ao custo, custo amortizado ou método da equivalência patrimonial (classe 2 ou conta 41).”

Como conciliar esta norma com o definido no Regulamento n.º 12/2005 da CMVM?

O Regulamento foi aprovado na vigência do POC, considerando os pressupostos e regras contabilísticas patentes neste normativo. Quando o normativo contabilístico sofre uma alteração e uma reformulação dos pressupostos, o Regulamento entra em contradição. Deste modo, as entidades devem proceder de acordo com o SNC transferindo as suas participações registadas ao justo valor para a conta 14. Em termos genéricos tal alteração consistirá apenas numa reclassificação dos investimentos entre contas, devendo ser, segundo Borges et al (2010) apresentados no Balanço na rubrica “*Outros activos financeiros*” do activo corrente. De facto, a conta 14 insere-se na classe 1 – *Meios financeiros líquidos*, incluindo instrumentos financeiros com elevada liquidez e, portanto, de curto prazo.

Contudo, há que atender ao facto dos investimentos em capital de risco serem presumivelmente efectuados por períodos superiores a um ano, não consubstanciando um instrumento financeiro com liquidez elevada. Pelo contrário, a reduzida liquidez é uma das características que relevam neste tipo de investimentos. Como tal, de acordo com a substância das operações, estas participações deveriam ser relevadas no activo não corrente. Quanto a esta matéria deverá ser considerada a hipótese das participações em capital de risco, embora por imposição das normas contabilísticas se encontrarem relevadas na conta 14, serem apresentadas no activo não corrente do Balanço, rubrica “*Outros activos financeiros*”.

4.3.5. Demonstrações Financeiras

Com a introdução do SNC são aprovados novos Modelos de Demonstrações Financeiras²³, Destaca-se um novo modelo, intitulado “Demonstração das Alterações no Capital Próprio” (DACP), da qual se perspectiva um aumento da informação disponível para a tomada de decisões por parte dos utentes das Demonstrações Financeiras, evidenciando uma melhor explanação e relato financeiro dos movimentos ocorridos no capital próprio no período.

O Balanço sofre uma alteração na designação das contas e passa a assumir um modelo vertical, deixando de constar as colunas de activo bruto e de amortizações e ajustamentos, conforme acontecia no POC (*Vide Anexo VI*). No capital de risco, esta alteração tem repercussões relevantes, perdendo-se informação relativa ao valor de aquisição das participações e à (des)valorização das mesmas, incluindo-se apenas o valor em carteira (justo valor). Por outro lado, o capital próprio passa a incluir apenas a parcela de capital realizado, perdendo-se informação acerca dos valores subscrito, realizado e não realizado.

A Demonstração dos Resultados, para além da alteração na codificação e designação das contas, passa a ser apresentada através de um modelo vertical interligado de rendimentos e gastos. Em termos de capital de risco assume especial relevância o facto dos ganhos e perdas decorrentes de alterações no justo valor dos investimentos serem integrados nos resultados operacionais ao contrário do que sucedia em POC (*Vide Anexo VI*) e o facto destas rubricas serem apresentadas pelos valores líquidos, perdendo-se informação das mais e menos-valias potenciais das participações reconhecidas no período.

No entanto, a informação que eventualmente se perde em termos de Balanço e Demonstração de Resultados, ganha-se em termos do Anexo, uma vez que aumenta o nível de precisão, detalhe e quantidade de informação exigida nas divulgações.

²³ Portaria n.º 986/2009 de 7 de Setembro

4.3.6. Outras implicações da adopção do SNC no capital de risco

Conforme exposto, em termos de sociedades e, principalmente, fundos de capital de risco, as alterações decorrentes da adopção do SNC consubstanciar-se-ão numa redução do capital próprio e do activo, na existência de montantes de capital não realizado, e numa redução do capital próprio e no aumento do passivo caso se proceda à reclassificação das prestações acessórias (*Vide* quadro 3). Tais efeitos provocarão uma redução automática do valor por acção das SCR e da VUP dos FCR. Mas existem outros efeitos potenciais.

Quadro 3 - Impactos da transposição para o SNC

	POC	SNC	Impacto POC-SNC
Activo	Parte não realizada do capital subscrito consta do activo	Parte não realizada do capital subscrito não consta do activo	Redução do activo
Passivo	Por regra não inclui prestações suplementares ou acessórias	Pode incluir prestações suplementares ou acessórias	Aumento do passivo
Capital próprio	Inclui o capital subscrito	Inclui o capital realizado	Redução do capital próprio e valor por acção das SCR
	Prestações suplementares e acessórias, por regra, incluídas no capital próprio	Prestações suplementares e acessórias incluídas no capital próprio ou no passivo	Redução do VLGF e VUP dos FCR

A redução do capital próprio provocará uma degradação automática dos rácios económico-financeiros utilizados para aferir a “saúde financeira” das entidades, como a autonomia financeira²⁴, a solvabilidade²⁵, o endividamento²⁶, o *debt-to-equity*²⁷ ou a rendibilidade dos capitais próprios²⁸, o que poderá limitar o acesso a financiamentos bancários ou subsídios, cuja disponibilização está condicionada ao cumprimento de determinados rácios mínimos.

O RJCR determina no seu artigo 7.º variados limites que deverão ser cumpridos pelas SCR, ICR e FCR, designadamente, em termos de detenção de instrumentos de capital próprio e de capital alheio, sendo aferidos, nalgumas situações, com base no activo total das entidades. Como tal, reduções no activo resultantes da transposição do normativo contabilístico poderão resultar no incumprimento destes limites legais.

Anualmente, as sociedades procedem ao apuramento dos valores do activo e do passivo do seu património. Não raras vezes sucede que, em consequência de perdas operacionais ou extraordinárias, o património líquido das entidades se torna inferior ao capital social. Como forma de travar estas perdas consecutivas, que levariam à consumpção total do património

²⁴ O rácio de autonomia financeira avalia a capacidade da empresa financiar os activos através dos seus capitais próprios, sem necessidade de recurso a financiamento externo (Capital Próprio/Activo Líquido)

²⁵ O rácio de Solvabilidade avalia a capacidade da empresa fazer face aos compromissos (Capital Próprio/Passivo)

²⁶ O rácio de Endividamento mede o peso dos capitais alheios face ao total do activo (Passivo /Activo Líquido)

²⁷ O rácio *Debt-to-Equity* mede a relação entre dívida e capitais próprios (Passivo Financeiro/Capitais próprios)

²⁸ Rendibilidade dos capitais próprios mede a rendibilidade dos capitais investidos (Resultado Líquido/Capital Próprio)

social, o artigo 35.º do CSC determina que, considerando-se perdido metade do capital social²⁹ deve ser convocada a Assembleia Geral, por forma a informar os sócios/accionistas e adoptarem-se medidas convenientes³⁰. A aplicação do SNC e a consequente consideração apenas da parcela de capital realizado, poderá conduzir ao incumprimento do rácio mínimo entre capital social e capital próprio, originando dificuldades para algumas SCR e levando ao desencadeamento dos mecanismos do artigo 35.º com vista à resolução da situação.

E ainda que os FCR não se encontrem sujeitos à regra do artigo 35.º do CSC, deverá atender-se à proporção entre capital social e capitais próprios, que poderá ser reduzida e implicar um esforço financeiro por parte dos participantes para acorrer a aumentos de capital.

No entanto, a redução do VLGF resultará numa diminuição dos gastos do exercício dos FCR, com impacto positivo no resultado líquido, na medida em que os encargos suportados por estes Fundos, como comissões de gestão ou de depósito ou taxas de supervisão, são calculados com base no capital próprio. Em contrapartida, as SCR assistirão, a uma redução nos rendimentos obtidos com as comissões de gestão dos fundos por si geridos.

4.3.7. Considerações finais

À primeira vista não parece afigurar-se aceitável que, mantendo-se a estrutura de activos e passivos das entidades, e apenas pela conversão para um novo normativo contabilístico, se assista a uma redução no activo e capital próprio e a um aumento do passivo das entidades, que poderá provocar uma deterioração nos valores aferidos pelos indicadores financeiros, o incumprimento de limites legais e a perda de metade do capital social. Menos razoável parece que, devido à alteração das normas contabilísticas, e independentemente do desempenho económico dos FCR, os participantes assistam a uma redução drástica da VUP.

No entanto, a adopção do SNC resultou de uma harmonização do quadro contabilístico europeu, procurando aumentar a confiança e qualidade da informação financeira prestada. O próprio preâmbulo do Decreto-Lei que aprova o SNC refere que “(...) a normalização contabilística nacional deverá aproximar-se, tanto quanto possível, dos novos padrões comunitários, por forma a proporcionar ao nosso país o alinhamento com as directivas e regulamentos em matéria contabilística da UE (...)”.

²⁹ Para Pupo Correia (2009), a expressão “perda de metade do capital social” está conceptualmente incorrecta o que levou o legislador a definir que significa aquela perda no n.º 2 do artigo 35.º: “*Considera-se estar perdida metade do capital social quando o capital próprio da sociedade for igual ou inferior a metade do capital social.*”

³⁰ O n.º 3 do artigo 35.º elenca como medidas a adoptar: a dissolução da sociedade, a redução do capital social para montante não inferior ao capital próprio da sociedade (uma vez que a redução do capital social implica uma redução do valor nominal da garantia dos credores sociais, encontrando-se sujeita ao cumprimento dos requisitos do artigo 95.º do CSC) e a realização pelos sócios de entradas para reforço da cobertura do capital.

Encontrando-nos inseridos num sistema globalizado, sujeitos à disciplina comunitária em variadas matérias, parece sensata e necessária a harmonização das regras contabilísticas.

Apesar de não existir literatura que quantifique os impactos exactos do SNC, existem alguns estudos acerca do processo de harmonização que vem sendo realizado há alguns anos (*Vide* Quadros 4 e 5), designadamente na sequência do Regulamento (CE) 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho de 19 de Julho, que impôs a adopção das IAS/IFRS, a partir de 2005, nas contas consolidadas das empresas cotadas nos mercados da UE.

Quadro 4 - Estudos sobre os impactos quantitativos da adopção das IAS/IFRS

Autores	Amostra analisada	Impactos quantitativos
Cordeiro et al (2007)	39 empresas portuguesas cotadas	- aumento médio no activo de 1,5% - aumento médio no passivo de 3,4% - redução média no capital próprio de 3,19%
Costa (2008)	37 empresas portuguesas cotadas	- variação positivas no activo de 1,5% - variação positiva no passivo de 6% - redução no capital próprio de 10%
Araújo (2010)	20 empresas do PSI-20	- impacto negativo no capital próprio de 4,4% - impacto positivo no resultado líquido de 14,6%

Quadro 5 - Estudos sobre os impactos qualitativos da adopção das IAS/IFRS

Autores	Amostra analisada	Impactos qualitativos
Comissão Europeia (2007)	Espaço europeu	- melhoria na comparabilidade das informações financeiras entre países, concorrentes e sectores - 63% dos investidores relatam o aumento na qualidade das demonstrações financeiras consolidadas - 49% dos investidores referem a redução da compreensibilidade das demonstrações financeiras
Morais e Curto (2008)	34 empresas portuguesas cotadas	- aumento da qualidade no reporte dos proveitos - redução na relevância atribuída à informação contabilística
Lopes e Viana (2008)	44 empresas portuguesas cotadas	- os objectivos de comparabilidade, relevância e compreensibilidade definidos pela recomendação do <i>Committee of European Securities Regulators</i> (CESR) não foram alcançados, não sendo divulgada pela maioria das empresas informação completa da transição para as IFRS

Apesar dos resultados quantitativos variarem entre os estudos mencionados, todos referem a redução do capital próprio e aumento do passivo o que se coaduna com o exposto neste capítulo. No entanto, são referidas variações positivas no activo, o que contraria o que veio sendo defendido. Naturalmente que, pelo facto dos FCR apresentarem elevadas parcelas de capital por realizar, o impacto na rubrica de activo poderá ser divergente em relação aos resultados obtidos e o efeito na redução do capital próprio mais significativo.

Em termos qualitativos, os estudos referem o aumento da comparabilidade e qualidade das demonstrações financeiras e uma redução na compreensibilidade e relevância atribuída à informação financeira. No entanto, destaca-se que os estudos foram elaborados com base nos dados do período de transição (2004-2005), o que pode ter condicionado os resultados.

Até à data, apesar de existir variada literatura acerca da implementação das IAS/IFRS, não há conhecimento da existência de estudos que afirmem o impacto efectivo da aplicação do SNC nas empresas portuguesas e, bem assim, no capital de risco. Tendo o SNC sido aplicado apenas a partir 2010, só agora começa a surgir o primeiro balanço dos impactos verificados. No entanto, algumas conclusões poderão ser desde já inferidas.

É inquestionável que a adopção do SNC irá provocar um efeito negativo substancial no activo, capital próprio e VLGF dos fundos de capital de risco, o que reduzirá o valor da unidade de participação. No entanto, esta alteração resulta da adaptação das normas contabilísticas aos princípios vigentes na União Europeia. Tal harmonização permitirá alcançar uma maior compreensibilidade das demonstrações financeiras das empresas estrangeiras, beneficiando os investidores em capital de risco, na medida em que a existência de um referencial contabilístico único permite a comparação de oportunidades de investimento internas e externas, possibilitando a tomada de decisões de investimento mais sustentadas. Por outro lado, reforça-se que os impactos negativos apontados ao longo do trabalho apenas terão lugar nas SCR e FCR com capital por realizar, esperando-se a diluição destes efeitos à medida que estas entidades procedam à realização integral do capital subscrito.

Ainda que, numa primeira fase a alteração das normas contabilísticas vigentes implique um esforço acrescido por parte de todos os intervenientes, a utilização de regras contabilísticas mais claras aumentará indubitavelmente a qualidade e transparência da informação financeira e das divulgações efectuadas. Assim, a aplicação do SNC terá um impacto positivo nas empresas, nomeadamente, ao nível do incremento da qualidade das suas Demonstrações Financeiras (Ribeiro, 2010), sendo este modelo mais ajustado ao actual contexto empresarial e contabilístico (Marques, 2007). Por outro lado, o aumento quantitativo e qualitativo das informações divulgadas induzirá, expectavelmente, a uma redução das assimetrias de informação e dos problemas de selecção adversa e risco moral patentes no mercado de capital de risco.

Persistem, no entanto, por apurar os impactos efectivos da adopção do SNC nas empresas portuguesas e, em especial, no mercado de capital de risco. O apuramento destes impactos permitirá a definição de regras contabilísticas claras que, não sendo contrárias ao normativo contabilístico vigente, atendam às especificidades do sector do capital de risco, tendo em conta o enquadramento jurídico português.

5. Regime fiscal do capital de risco

A existência de particularidades e condicionalismos nos regimes fiscais influencia a actuação por parte das entidades, podendo incentivar ou protelar o desenvolvimento das actividades económicas. A legislação fiscal, não sendo um factor decisivo, assume uma importância primordial no desenvolvimento dos sectores económicos, assumindo-se como um elemento relevante para a decisão de afectação de recursos a projectos distintos.

Quando o capital de risco foi introduzido em Portugal, uma das formas utilizadas para incentivar o seu desenvolvimento, foi a concessão de benefícios fiscais aos FCR e SCR. No entanto, a contracção nos benefícios concedidos e a adopção do SNC alterou esta situação.

5.1. Fundos de Capital de Risco

Os fundos de capital de risco tendo como objectivo principal a aquisição de participações de capital de risco, têm beneficiado, desde 2003, de um regime fiscal muito especial³¹, previsto no artigo 23.º do Estatuto dos Benefícios Fiscais (EBF) que determina a isenção em termo de IRC de todos os rendimentos obtidos por FCR que se constituam e operem de acordo com a legislação portuguesa. Deste modo, quer se trate de mais-valias obtidas com a alienação de participações sociais, quer se trate de rendimentos distribuídos pelas empresas participadas, os mesmos não concorrem para a formação do lucro tributável.

5.2. Sociedades de Capital de Risco

O regime fiscal aplicável às Sociedades de Capital de Risco previa inicialmente a isenção total das mais-valias realizadas durante 7 anos. Posteriormente, foi limitando o âmbito de aplicação da norma, determinando-se a isenção das mais-valias pelo período de 4 anos e sujeitando a imposto os juros de depósitos. Em 1995, as SCR são sujeitas ao regime geral de IRC e apenas com a Reforma Fiscal de 2000, o regime fiscal das Sociedades Gestoras de Participações Sociais (SGPS), introduzido inicialmente no artigo 31.º do EBF, foi alargado às SCR, comportando vantagens relativamente ao regime geral, nomeadamente a possibilidade de isenção das mais-valias obtidas na venda das participações.

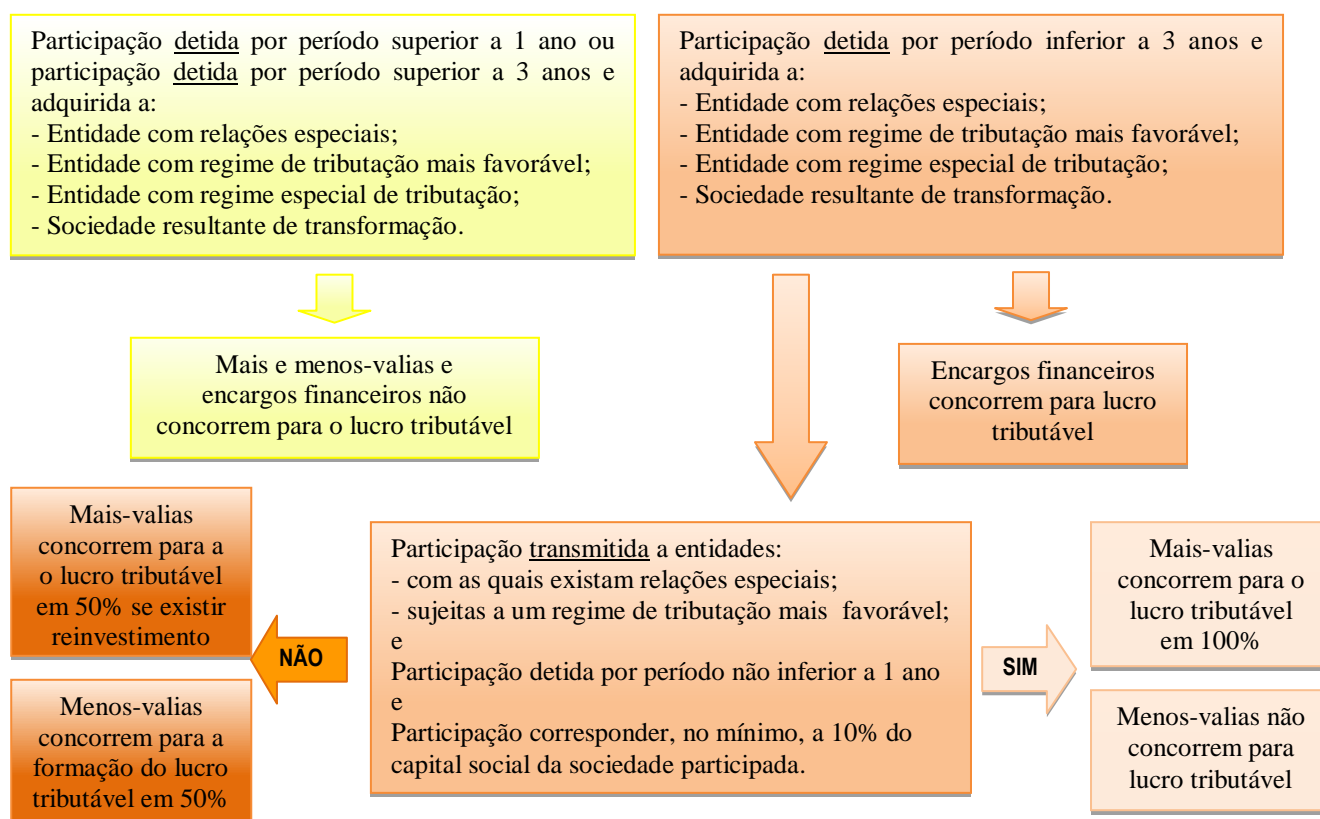
Ao longo dos anos, o regime fiscal das SCR foi sucessivamente alterado, principalmente no que respeita à tributação de mais-valias realizadas. Não se encontrando no âmbito deste trabalho a decomposição dos regimes fiscais sucessivos, apresentar-se-ão apenas algumas particularidades do regime fiscal aplicável às SCR.

³¹ Introduzido no Estatuto dos Benefícios Fiscais pela Lei n.º 32-B/2002 de 30 de Dezembro, entretanto alterado pela Lei n.º 53-A/2006 de 29 de Dezembro e pelo Decreto-Lei n.º 108/2008 de 26 de Junho

5.2.1. Mais e menos-valias realizadas e encargos financeiros suportados

A regra geral prevista no artigo 32.º do EBF aplicável às mais e menos-valias realizadas com a alienação das participações pelas SCR e os encargos financeiros suportados com a sua aquisição é a não concorrência para a formação do lucro tributável, desde que as partes de capital sejam detidas por um período superior a 1 ano ou a 3 anos verificadas certas especificidades. No entanto, quando não se encontrem reunidos os requisitos do artigo 32.º do EBF, aplicam-se as normas gerais previstas no Código do IRC (artigos 23.º, 45.º e 48.º).

A tributação das mais e menos-valias e encargos financeiros nas SCR é a seguinte:



Verificamos assim, que a tributação das mais-valias poderá encontrar-se isenta de tributação (verificados os pressupostos do n.º 2 do artigo 32.º do EBF) ou ser considerada no apuramento do lucro tributável, na totalidade (regra geral do CIRC) ou em metade do seu valor, desde que se verifique reinvestimento do valor realizado (artigo 48.º do CIRC).

Relativamente às menos-valias as mesmas não concorrem para a formação do lucro tributável (verificados os requisitos do artigo 32.º do EBF ou as situações previstos nos n.º 3, 4 e 5 do artigo 23.º do CIRC), podendo ser aceites como custos em metade do seu valor (desde que não se verifique o elenco de situações do artigo 23.º do CIRC).

Os encargos financeiros não concorrem para a formação do lucro tributável, verificados os requisitos do n.º 2 do artigo 32.º do EBF. No entanto, no caso de participações detidas há

menos de 1 ano, aplicar-se-á o regime geral previsto no CIRC, podendo os mesmos ser dedutíveis, uma vez que consubstanciam a definição de “gastos” do artigo 23.º do CIRC.

Para melhor compreensão do articulado de artigos referidos, *vide* Anexo VII.

Para efeitos da determinação do regime fiscal aplicável às mais e menos-valias realizadas com a alienação de participações sociais e à dedutibilidade dos encargos financeiros suportados na aquisição dessas participações, deverá efectuar-se uma análise casuística de cada operação, nomeadamente, quanto ao prazo de detenção da mesma e sociedade a quem se adquiriu a participação. Não obstante, tal enquadramento não é suficiente, devendo a SCR que pretenda alienar participações “investigar” o enquadramento fiscal dos potenciais adquirentes, procurando afastar-se de situações que possam consubstanciar regimes especiais ou favoráveis de tributação e implicar a tributação das mais-valias obtidas, o que se pode revelar moroso e impedir ou retardar operações que seriam benéficas à sociedade. Por outro lado, as participações detidas pelas SCR são frequentemente obtidas com recurso a crédito bancário que, naturalmente, vence juros. Como contrapartida pela não tributação das mais-valias, os juros não são fiscalmente dedutíveis aos rendimentos, prejudicando estas sociedades, em especial na alienação de participações detidas há mais de 1 ano.

5.2.2. Tributação do Justo Valor

A adopção do SNC comportou importantes alterações nos critérios de mensuração dos instrumentos financeiros, das quais resultou um ajustamento do Código do IRC³² às novas terminologias e conceitos adoptados, com enfoque no justo valor.

O actual artigo 20.º do CIRC determina que se consideram rendimentos os “*resultantes da aplicação do justo valor em instrumentos financeiros*” e “*as mais - valias realizadas*”. Do mesmo modo, o artigo 23.º do CIRC refere que são gastos os “*resultantes da aplicação do justo valor em instrumentos financeiros*” e “*as menos-valias realizadas*”.

De uma primeira leitura, emerge uma interpretação algo inesperada, designadamente, a consideração, para efeitos de rendimento tributável dos ajustamentos decorrentes da aplicação do justo valor e das mais-valias realizadas. A aplicar-se literalmente tal interpretação, culminar-se-ia na situação em que as mais-valias potenciais seriam tributadas anualmente, pelo ajustamento positivo no valor das participações, e em acréscimo, a mais-valia realizada com a alienação seria eventualmente tributada, atentas as disposições do

³² Alteração conferida pelo Decreto-lei n.º 159/2009 de 13 de Julho

artigo 32.º do EBF, assistindo-se a um efeito de dupla tributação de rendimentos. Situação idêntica passar-se-ia com as menos-valias potenciais resultantes dos ajustamentos negativos no valor das participações, que concorreriam como gastos aquando do seu registo, podendo ser dedutíveis em 50% na alienação da participação, nos termos do artigo 48.º do CIRC.

No entanto, o n.º 9 do artigo 18.º do CIRC determina que os ajustamentos decorrentes da aplicação do justo valor não concorrem para a formação do lucro tributável, sendo apenas considerados rendimentos ou gastos no período de tributação em que os direitos que os originaram sejam alienados, exercidos, extintos ou liquidados, excepto para participações não superiores a 5% em empresas com preço formado em mercado regulamentado.

Encontrando-se evidente uma clara contradição entre o n.º 9 do artigo 18.º (que isenta na generalidade a tributação dos ajustamentos decorrentes do justo valor) e os artigos 20.º e 23.º (que consideram no lucro tributável os rendimentos e gastos resultantes do justo valor), presumir-se-á que a regra enunciada no artigo 18.º, tratando-se de uma norma especial, prevalecerá sobre a norma geral prevista nos artigos 20.º e 23.º.

Na sequência de dúvidas emergentes a respeito do tratamento fiscal a adoptar em perdas apuradas pelas SGPS resultantes da aplicação do modelo do justo valor, cujo regime fiscal é semelhante ao das SCR, a Administração Fiscal emitiu uma Informação Vinculativa (Processo n.º 39/2011), mencionando que *“os ajustamentos decorrentes da aplicação do justo valor relevam fiscalmente quando respeitem a instrumentos financeiros reconhecidos pelo justo valor através de resultados, desde que, sendo instrumentos de capital próprio, tenham um preço formado num mercado regulamentado e o sujeito passivo não detenha, directa ou indirectamente, uma participação no capital superior a 5% do respectivo capital social.”*

Perante o exposto, conclui-se que os ajustamentos decorrentes da aplicação do justo valor aos investimentos de capital de risco, desde que reúnam os requisitos enunciados, não concorrem para o lucro tributável, devendo ser expurgados do seu apuramento, sendo apenas considerados para efeitos de tributação aquando da alienação da participação e realização efectiva de mais ou menos-valia. No entanto, as mais e menos-valias potenciais registadas referentes a participações não superiores a 5% em empresas cotadas serão de incluir no apuramento do lucro tributável. Nestes casos, a opção para evitar a dupla tributação será a concorrência para o lucro das mais-valias potenciais reconhecidas anualmente e a tributação da mais-valia realizada na alienação pela diferença entre o preço de venda e o justo valor da participação no exercício anterior, já sujeito a tributação.

5.2.3. Lucros distribuídos

O artigo 51.º do CIRC, relativo à eliminação da dupla tributação económica dos lucros distribuídos permite que os rendimentos distribuídos por entidades participadas com sede efectiva em território português, sujeitas e não isentas de IRC ou residentes noutro Estado-Membro possam ser deduzidos ao lucro tributável, cumpridos determinados requisitos.

No caso específico das SCR, o regime fiscal anterior permitia a aplicação da eliminação de dupla tributação económica internacional, sem dependência dos requisitos quanto à percentagem da participação detida e independentemente dos dividendos distribuídos terem tido origem em lucros que hajam sido efectivamente tributados.

A Lei n.º 55-A/2010 de 31 de Dezembro limitou os privilégios fiscais conferidos às SCR, revogando o regime especial de eliminação de dupla tributação económica nas distribuições dos dividendos e submetendo estas sociedades ao regime geral. Com esta alteração os dividendos recebidos pelas SCR apenas serão isentos de tributação se a participação detida for superior a 10% do capital e se os rendimentos já tiverem sido sujeitos a tributação efectiva. Estes requisitos não são cumpridos por grande parte das entidades, o que culminará na tributação de uma parcela de lucros que se encontrava anteriormente isenta.

5.2.4. Considerações finais

Conforme exposto, o regime fiscal aplicável às SCR, apesar de especial em relação ao regime geral, comporta uma série de limitações que tornam difícil a sua aplicação. Por outro lado, tratando-se de um regime fiscal pretensamente favorável ao desenvolvimento da actividade de capital de risco, deveria comportar simplicidade e facilidade na aplicação das normas; mas, pelo contrário, o mesmo subjaz repleto de dúvidas e questões interpretativas.

Por outro lado, o sucessivo agravamento do regime fiscal aplicável às SCR irá certamente desincentivar a sua actividade enquanto veículo de investimento, designadamente, a detenção de participações sociais, afigurando-se como alternativa mais vantajosa em termos fiscais, a aquisição de unidades de participação de um FCR, sendo este veículo o detentor das participações, uma vez que os seus rendimentos se encontram isentos de tributação. Como tal, será expectável que num futuro próximo, as SCR assumam o papel de meras entidades gestoras de FCR

6. Conclusões

Este trabalho teve como objectivo central avaliar o impacto potencial da adopção do Sistema de Normalização Contabilística no mercado do capital de risco, procurando antecipar alguns problemas em termos de incompatibilidades com a legislação vigente e salientando a necessidade de enquadrar esta actividade, atentas as suas especificidades.

A actividade de capital de capital de risco em Portugal tem aumentado a sua importância na última década, com impactos positivos no desenvolvimento de PME. Assumindo-se como uma alternativa face ao crédito bancário e tendo em conta a relação de parceria que se estabelece entre investidor e empresa participada, são inúmeras as vantagens para as empresas financiadas por esta via, designadamente, o desenvolvimento de uma supervisão completa da empresa, em termos de serviços fornecidos, apoio técnico especializado, sofisticação financeira e planeamento operacional, o que permite a valorização da empresa e a obtenção de uma rentabilidade acrescida.

Os problemas de agência e de informação assimétrica são uma realidade nos mercados financeiros e, em particular, no mercado de capital de risco. Ao contrário dos mercados públicos onde a regulação assegura a divulgação de informação, no mercado de capital de risco, os investidores em capital de risco têm que obter a informação através de processos de triagem e selecção pré-investimento e monitorização contínua dos investimentos realizados. Devido a esta especificidade, os investidores em capital de risco têm procurado minimizar os seus efeitos adversos, através da sua experiência no sector e da concepção de mecanismos que atenuam os problemas de selecção adversa e risco moral.

A informação financeira assume-se como um factor crucial para o eficaz funcionamento dos mercados. A adopção do SNC, a partir de 2010, implicou a alteração dos princípios subjacentes à preparação das demonstrações contabilísticas das entidades, culminando num conjunto de alterações com impactos relevantes no sector de capital de risco.

Se, por um lado, a harmonização e a comparabilidade permitem uma melhor transparência e compreensibilidade das demonstrações financeiras estrangeiras, favorecendo o fluxo de investimentos internacional, por outro, consubstanciam-se num conjunto de alterações com impactos negativos nos veículos de investimento em capital de risco.

Da análise efectuada aos potenciais impactos, salienta-se a redução do activo e do capital próprio das entidades e de um eventual aumento do passivo. Tais alterações decorrem da

consideração no capital próprio, para efeitos de elaboração do Balanço, apenas da parcela de capital que já se encontre realizado e da possível reclassificação de prestações acessórias para passivo. Para além dos efeitos mencionados, estas alterações culminarão numa redução do VLGF e da VUP dos FCR que apresentem capital subscrito e não realizado.

Por outro lado, do lado dos detentores das unidades de participação, atentas as disposições constantes no RJCR, nos Regulamentos da CMVM e no SNC, não é clara a forma correcta de contabilização dos investimentos efectuados quando o capital não se encontre totalmente realizado. No entanto, considerando os normativos vigentes e as especificidades do capital de risco, foram formuladas algumas hipóteses de registo, optando-se por uma alternativa que considera a VUP composta pelas parcelas de capital realizado e não realizado.

Contudo, impõe-se a necessidade de harmonização entre as regras específicas do capital de risco, patentes no Regime Jurídico e nos Regulamentos da CMVM e o SNC, por forma a uniformizar os procedimentos contabilísticos a adoptar pelas entidades deste mercado.

A indústria de capital de risco é sensível aos regimes fiscais e reguladores. E ainda que os regimes fiscais tenham procurado, no passado, incentivar esta actividade, verifica-se uma tendência para a redução dos benefícios concedidos às SCR, designadamente no que respeita à tributação das mais-valias e aos lucros distribuídos. Por outro lado, a exposição efectuada salienta o elenco quase labiríntico de situações possíveis a considerar no enquadramento de uma mais ou menos-valia realizada pela SCR, o que poderá colocar em causa a estabilidade do mercado de capital de risco, que se pretende competitivo e estável.

Considerando o agravamento da tributação das SCR, e possuindo os FCR um regime fiscal privilegiado no que respeita aos lucros operacionais e mais-valias realizadas com a venda de participações, será expectável, que sejam estes os veículos de investimento em capital de risco num futuro próximo, actuando as SCR como meras entidades gestoras de FCR.

Finalmente, como sugestão para investigação futura menciona-se o apuramento dos impactos efectivos da adopção do SNC em termos contabilísticos e fiscais e no mercado de capitais nas empresas portuguesas e, mais concretamente, no mercado de capital de risco que, por se tratar de um sector muito específico e com características próprias, poderá conduzir à obtenção de resultados diferenciados.

Bibliografia

Referências Bibliográficas

Akerlof, George A., 1970, "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, No. 3, pp. 488-500.

Allen, Franklin; Song, Wei-ling, 2002, "Venture Capital and Corporate Governance", Wharton School Center for Financial Institutions, Center for Financial Institutions Working Papers 03-05

Amit, Raphael; Brander, James; Zott, Christopher, 1998, "Why do venture capital firms exist? Theory and Canadian evidence", *Journal of Business Venturing*, 13, pp. 441-466

Amit, Raphael; Brander, James; Zott, Christopher, 2000, "Venture-capital financing of entrepreneurship: theory, empirical evidence and research agenda", in Donald L. Sexton and Hans Landstrom, *The Blackwell Handbook of Entrepreneurship*, Ch. 13, pp. 259-282

Associação Portuguesa de Capital de Risco e Desenvolvimento (APCRI), Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação (IAPMEI), 2006, "Guia prático do capital de risco" (<http://www.apcri.pt/sites/default/files>)

Associação Portuguesa de Capital de Risco e Desenvolvimento (APCRI), 2009, "Anuário APCRI 2008-2009" (http://www.apcri.pt/sites/default/files/APCRI_anuario.pdf)

Araújo, Sandra, 2010, "Impacto da aplicação das normas internacionais de contabilidade nas empresas do PSI 20", Tese de Mestrado Instituto Superior de Economia e Gestão

Barlo, Mehmet; Inci, Eren, 2010, "Banks versus venture capital when the venture capitalists values private benefits of control", *Munich Personal RePec Archive*, Paper No. 25566

Barth, Mary E.; Landsman, Wayne R.; Lang, Mark H., 2008, "International Accounting Standards and Accounting Quality", *Journal of Accounting Research*, vol. 46, issue 3, pp. 467-498

Bartlett, Robert P., 2006, "Venture Capital, Agency Costs, and the False Dichotomy of the Corporation", *UCLA Law Review*, Vol. 54

Bartov, Eli; Goldberg, Stephen R.; Kim, Myungsun, 2002, "Comparative value relevance among German, U.S. and International Accounting Standards: A German Stock Market perspective", SSRN

Bergemann, Dirk; Hege, Ulrich, 1997, "Venture Capital Financing, Moral Hazard, and Learning", CEPR Discussion Paper Series Number 1738

Berger, Allen N.; Udell, Gregory F., 1998, "The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 22, Issue 6-8, pp. 613-673

- Berger, Allen N.; Udell, Gregory F., 2002, “Small Business Credit Availability and Relationship Lending: The Importance of Bank Organisational Structure”, *Economic Journal*, vol. 112, issue 477, pp. 32-53
- Bernstein, Shai; Lerner, Josh; Sorensen, Morten; Strömberg, Per Johan, 2010, “Private equity and industry performance”, Harvard Business School Entrepreneurial Management Working Paper No. 10-045; AFA 2011 Denver Meetings Paper; NBER Working paper 15632
- Bettignies, Jean-Etienne; Brander, James A., 2007, “Financing Entrepreneurship: Bank Finance versus Venture Capital”, *Journal of Business Venturing*, vol. 22, issue 6, pp. 808-832
- Bignon, Vincent; Breton, Regis, 2006, “Corporate transparency and the cost of capital”, Working Paper
- Borges, António; Gamelas, Emanuel; Rodrigues, José P.; Martins, Manuela; Magro, Nuno, Ferreira, Pedro A., 2010, *SNC - Sistema de Normalização Contabilística - Casos práticos*, Edições Plátano - 1.ª Edição
- Brander, James A; Amit, Raphael; Antweiler, Werner, 2002, “Venture Capital Syndication: Improved Venture Selection versus the Value-Added Hypothesis”, *Journal of Economics and Management Strategy*
- Canibano, Leandro; Mora, Araceli, 2000, “Evaluating the statistical significance of “de facto” accounting harmonization: a study of European global players”, *European Accounting Review* 9, pp. 349-370
- Casamatta, Catherine, 2003, “Financing and advising: optimal financial contracts with venture capitalists”, *The Journal of Finance*, vol. 63, No. 5
- Castro Silva, Fernando, 2004, “A dedutibilidade das perdas com a transmissão de partes de capital”, *Fisco* n.º 111/112, LEX
- Chan, Yuk-Shee; Thakor, Anjan V., 1987, “Collateral and competitive equilibria with moral hazard and private information”, *The Journal of Finance*, Vol. 42, No. 2, pp. 345-363
- Christensen, Jesper Lindgaard; Christensen, Claus E., 2002, “The impact of venture capital in Denmark”, paper for IKE seminar
- Cockburn, Iain M.; Wagner, Stefan, 2007, “Patents and the survival of internet-related IPOs”, National Bureau of Economic Research Working Paper Series 13146
- Cordeiro, Ruben; Couto, Gualter; Silva, Francisco, 2007, “Measuring the impact of international financial reporting standards (IFRS) in the firm reporting: the case of Portugal”
- Costa, Joana, 2008, “O impacto da adopção das IAS/IFRS nas demonstrações financeiras das empresas cotadas na Euronext Lisboa”, Tese de Mestrado Faculdade de Economia do Porto
- Crémer, Jacques, 2010, “Arm’s length relationships without moral hazard”, *Journal of the European Economic Association*, vol. 8., issue 2-3, pp. 377-387
- Cumming, Douglas J., 2006, “Adverse Selection and Capital Structure: Evidence from Venture Capital”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 30, pp. 155-184

- Davis, Charles H., 2002 “Venture Capital in Canada: a Maturing Industry, with Distinctive Features and New Challenges”, *The Growth of Venture Capital: A Cross-Cultural Comparison*, D. Cetindamar, ed., Quorum Books, pp. 175-206.
- Deli, Daniel N.; Santhanakrishnan, Mukunthan, 2010, “Syndication in Venture Capital Financing”, *Financial review*, vol. 45, issue 3, pp. 557-578
- Diaconu, Paul, 2007, “Impact of globalization on international accounting harmonization”, Working Paper Series, SSRN
- Ding, Yuan; Jeanjean, Thomas; Stolowy, Herve, 2005, “Why do national GAAP differ from IAS? The role of culture” *The International Journal of Accounting* 40, pp. 325– 350
- Dybvig, Philip H., Wang, Yu, 2002, “Debt and Equity”, AFA 2003 Washington DC Meetings.
- Eisenhardt, Kathleen M., 1989, “Agency theory: an assessment and review”, *Academy of Management Review*, Vol. 14, No 1, pp. 57-74
- Elitzur, Ramy; Gaviols, Arie, 2003, “A multi-period game theoretic model of venture capitalists and entrepreneurs”, *European Journal of Operational Research*, vol. 144, issue 2, pp. 440-453
- European Commission, 2007, “EU implementation of IFRS and the fair value directive – a report for the European Commission”
- European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA), 2002, “Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe”, Research paper
- Fredriksen, Oystein; Olofsson, Christer; Wahlbin, Clas, 1997, “Are venture capitalists firefighters? A study of the influence and impact of venture capital firms”, *Technovation*, Elsevier Science Publishers
- Gebhart, Georg; Schmitt, Klaus M., 2006, “Conditional allocation of control rights in venture capital finance”, *Zeitschrift für betriebswirtschaft*, issue 5, Gabler-Verlag
- Grabenwarter, Ulrich; Weidig, Tom, 2005, “Exposed to the J-Curve: Understanding and Managing Private Equity Fund Investments”, Working Paper Series SSRN
- Guerreiro, Tiago Caiado, 2003, “O Novo regime fiscal das sociedades gestoras de participações sociais”, *Vida Económica*
- Hand, John R. M., 2005, “The value relevance of financial statements in the venture capital market”, *The accounting review*, vol. 80, issue 2, pp. 613-648
- Hellmann, Thomas; Puri, Manju, 2002. "Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence," *The Journal of Finance*, vol. 57, No. 1, pp. 169-197
- Hopp, Christian; Rieder, Finn, 2006, “What drives Venture Capital Syndication?”, Paper Series SSRN

- Jensen, Michael C.; Meckling, William H., 1976, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, No. 4, pp. 305-360
- Kanodia, Chandra; Singh, Rajdeep; Spero, Andrew E., 2005, “Imprecision in accounting measurement: can it be value enhancing?”, *Journal of Accounting Research*, vol.43, issue 3, pp. 487-519
- Kaplan, Steven N.; Strömberg, Per, 2001, “Venture capitalists as principals: contracting, screening and monitoring”, *American Economic Review*, vol. 91, No. 2, pp. 426-430
- Kortum, Samuel; Lerner, Josh, 2000, “Assessing the contribution of venture capital to innovation”, *RAND Journal of Economics*, Vol. 31, No. 4
- Landier, Augustin, 2002, “Start-up Financing: From Banks to Venture Capital, Discussion Paper
- Landier, Augustin, 2005, “Entrepreneurship and the stigma of failure”, Working Paper Series SSRN
- Leuz, Christian; Verrecchia, Robert E., 2000, “The economic consequences of increased disclosure” *Journal of Accounting Research*, vol. 38, Supplement
- Lopes, Patrícia Teixeira; Viana, Rui Couto, 2008, “The transition to IFRS: disclosures by Portuguese listed companies”, Faculdade de Economia do Porto Working Papers
- Manigart, Sophie; Lockett, Andy; Meuleman, Miguel; Landström, Hans; Desbrières, Philippe, 2002, “The syndication of the venture capital investments in Europe : evidence from five european countries”, Working Papers FARGO, Université de Bourgogne
- Manigart, Sophie; Baeyens, K.; Van Hyfte, W., 2002, “The survival of venture capital backed companies”, *Venture Capital: an international journal of entrepreneurial finance*, vol. 4, issue 2, pp. 103-124.
- Marques, Mário, 2007, “O justo valor e a sua auditoria”, *Revisores e Auditores*, Abril/Junho
- Mc Leay, Stuart; Jaafar, Aziz, 2007, “Accounting Harmonization in Europe: Country Effects and Sector Effects on the harmonization of accounting policy choice”, *Abacus*, vol. 43, No. 2, pp. 156-189
- Mishkin, Frederic S., 1997, *The economics of money, banking and financial markets*, Fifth Edition, Addison-Wesley
- Morais, Ana Isabel; Curto, José Dias, 2008, “Accounting quality and the adoption of IASB standards – Portuguese evidence”, *Revista de Contabilidade e Finanças*, v.19, pp. 103-111
- OECD, 1998, “OECD Jobs Strategy: Technology, Productivity and Job Creation: Best policy practices”
- Palma, Rui Camacho, 2004, “Algumas questões em aberto sobre o regime de tributação das SGPS”, *Fisco* n.º 115/116, Lex, Setembro

- Prat, Andrea, 2005, “The Wrong Kind of Transparency,” *The American economic review*, vol. 95, No.3
- Petreski, Marjan, 2006a, “The role of venture capital in financing small businesses”, Paper Series SSRN
- Petreski, Marjan, 2006b, “The impact of international accounting standards on firms”, AAA 2006 *Financial Accounting and Reporting Section (FARS)*, Meeting Paper
- Pommet, Sophie, 2011, “The survival of venture capital backed companies: an analysis of the French case”, Working Paper
- Prowse, Stephen D., 1998, “The economics of the private equity market”, *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Dallas, Third Quarter 1998
- Pupo Correia, Miguel J.A., 2009, *Direito Comercial – Direito da Empresa*, Ediforum – Edições Jurídicas, Lda, Lisboa
- Ribeiro, Irina, 2010, “Impacto das Normas Contabilísticas e de Relato Financeiro nas Empresas Portuguesas, de acordo com a percepção dos TOC’s”, Tese de Mestrado Instituto Superior de Economia e Gestão
- Rodrigues, João, 2009, *Sistema de Normalização Contabilística Explicado*, Porto Editora, 1ª Edição
- Sahlman, William A, 1990, “The structure and governance of venture-capital organizations”, *Journal of Financial Economics* 27, pp. 473-521.
- Santiago, Carlos, 2006, *POC Comentado*, Texto Editores, 12ª Edição
- Spence, Michael, 1973, “Job market signaling”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 87, No. 3, pp. 355-374.
- Sunder, Shyam, 2010, “Adverse effects of uniform written reporting standards on accounting practice, education and research”, *Journal of Accounting and public policy*, vol. 29, No. 2
- Ueda, Masako, 2000, “Banks versus venture capital”, Economics Working paper No. 522, Department of Economics and business, Universitat Pompeu Fabra
- Ueda, Masako, 2004, “Banks versus venture capital: project evaluation, screening and expropriation”, *Journal of Finance*, vol. 59, No. 2
- Weidig, Tom, 2002, “Risk model for venture capital funds”, Working paper series SSRN
- Winton, Andrew; Yerramilli, Vijay, 2008, “Entrepreneurial Finance: Banks Versus Venture Capital”, *Journal of Financial Economics*, vol. 88, pp. 51-79

Fontes de dados

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 2008, Relatório sobre a actividade de capital de risco em Portugal 2007

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 2009, Relatório sobre a actividade de capital de risco em Portugal 2008

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 2010, Relatório sobre a actividade de capital de risco em Portugal 2009

Associação Portuguesa de Capital de Risco e Desenvolvimento, 2004, “Actividade de capital de risco em Portugal 2003”

Associação Portuguesa de Capital de Risco e Desenvolvimento, 2005, “Actividade de capital de risco em Portugal 2004”

Associação Portuguesa de Capital de Risco e Desenvolvimento, 2006, “Actividade de capital de risco em Portugal 2005”

Associação Portuguesa de Capital de Risco e Desenvolvimento, 2007, “Actividade de capital de risco em Portugal 2006”

Associação Portuguesa de Capital de Risco e Desenvolvimento, 2008, “Actividade de capital de risco em Portugal e na Europa 2007”

Associação Portuguesa de Capital de Risco e Desenvolvimento, 2009, “Actividade de capital de risco em Portugal e na Europa 2008”

Associação Portuguesa de Capital de Risco e Desenvolvimento, 2010, “Estatísticas APCRI 2009”

Associação Portuguesa de Capital de Risco e Desenvolvimento, 2011, “Newsletter Balanço 2010 - Portugal”

www.apcri.pt

www.iapmei.pt

www.evca.eu

www.cmvm.pt

Legislação

Decreto-Lei n.º 17/86 de 5 de Fevereiro

Portaria n.º 1272/2001 de 9 de Novembro

Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho de 19 de Julho, Regulamento da CMVM n.º 12/2005

Decreto-Lei n.º 319/2002, de 28 de Dezembro

Decreto-Lei n.º 375/2007 de 8 de Novembro

Regulamento da CMVM n.º 1/2008

Decreto-Lei n.º 158/2009 de 13 de Julho

Portaria n.º 986/2009 de 7 de Setembro

Portaria n.º 1011/2009 de 9 de Setembro

Aviso n.º 15652/2009 de 7 de Setembro

Processo n.º 39/2011 com Despacho de 24 de Fevereiro de 2011

Lei n.º 55-A/2010 de 31 de Dezembro

Código do IRC

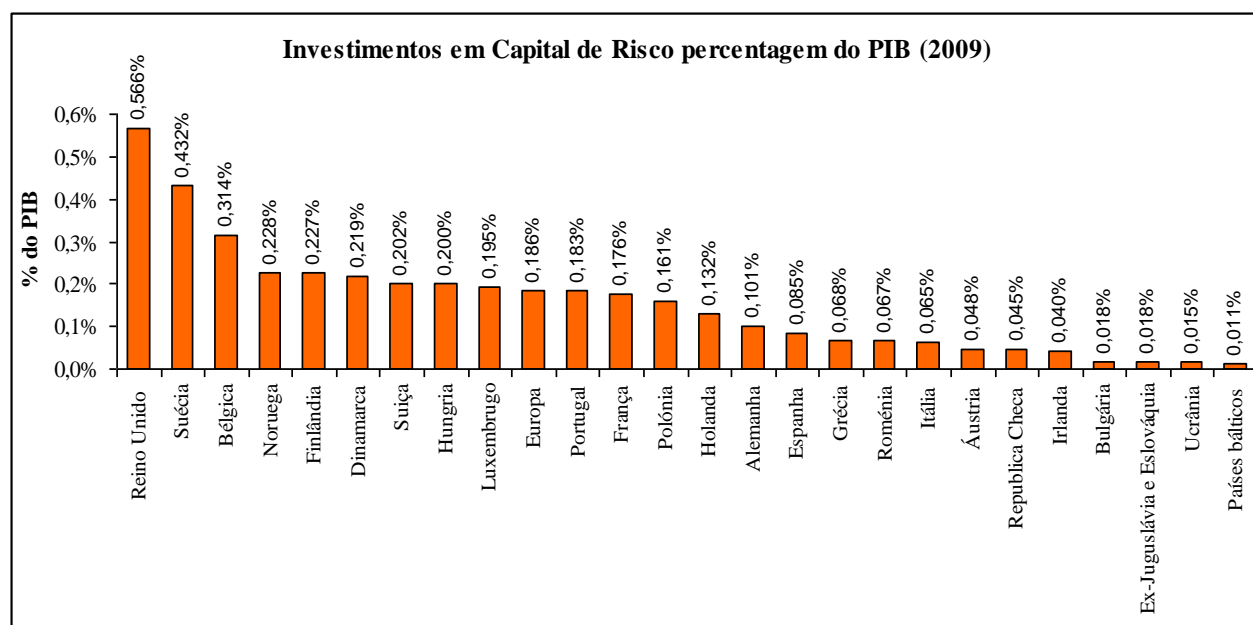
Código dos Benefícios Fiscais

Código das Sociedades Comerciais

ANEXOS

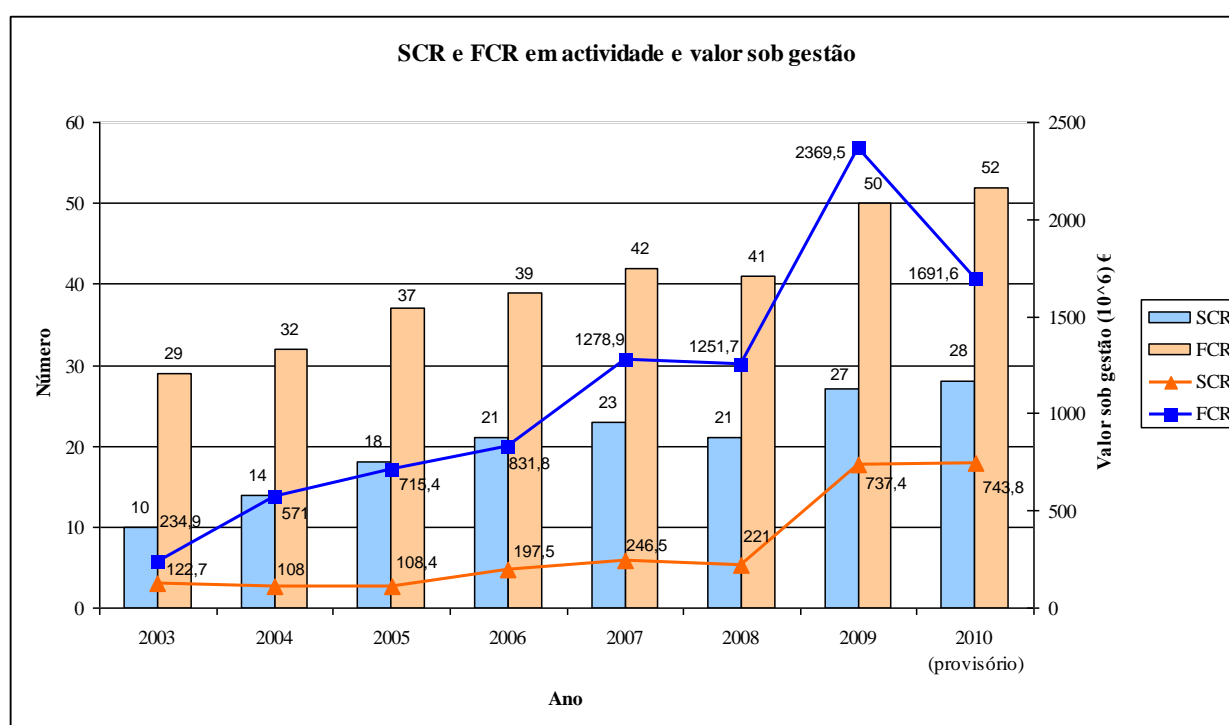
Anexo I – Gráficos e quadros sobre a actividade de capital de risco

Gráfico 1 – Investimentos em capital de risco em percentagem do PIB nos países europeus



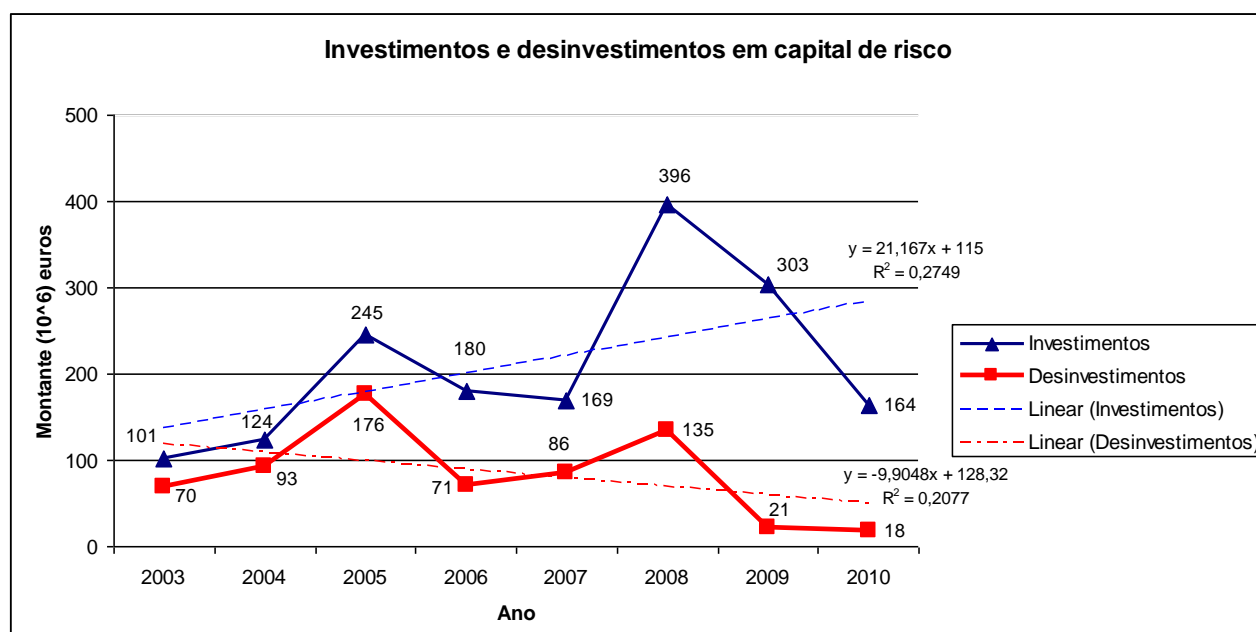
Fonte: EVCA research statistics

Gráfico 2 – Número de Sociedades e Fundos de Capital de Risco em actividade e valores sob gestão



Fonte: Relatórios anuais e séries longas da CMVM

Gráfico 3 – Investimentos e desinvestimentos em capital de risco



Fonte: Relatórios estatísticos e newsletters APCRI

Quadro 1 – Investimentos em capital de risco¹ por sector de actividade

Sector de actividade	2006		2007		2008		2009	
	Nº	Valor	Nº	Valor	Nº	Valor	Nº	Valor
Actividades financeiras e de seguros	18	40,0	18	31,0	135	279,0	145	423,0
Captação, tratamento e distribuição de água, saneamento, gestão de resíduos e despoluição			0	0,0	5	33,4	10	358,2
Indústrias transformadoras	162	169,1	155	165,4	173	144,2	183	179,7
Actividades de consultoria, científicas, técnicas e similares			0	0,0	139	115,6	166	170,6
Transportes e armazenagem	14	5,1	17	4,6	0	0,0	2	168,3
Actividades administrativas e dos serviços de apoio	29	18,0	34	35,6	41	54,8	45	95,4
Electricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio	2	14,3	6	16,9	21	59,5	19	82,2
Actividades de informação e de comunicação			0	0,0	93	30,8	105	78,3
Alojamento, restauração e similares	19	10,4	28	18,3	36	40,6	43	59,7
Comércio por grosso e a retalho, reparação de veículos automóveis e motociclos	62	29,4	88	48,2	87	45,2	89	31,7
Actividades imobiliárias	267	248,9	297	386,7	7	11,1	16	24,9
Construção	7	8,2	10	12,4	10	15,8	13	22,0
Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca	9	5,7	13	6,1	17	38,2	16	20,7
Actividades de saúde humana e apoio social	12	12,2	15	14,9	14	19,3	14	16,0
Actividades artísticas, espectáculos, desportivas, recreativas			0	0,0	17	6,4	11	11,1
Outras actividades de serviços			0	0,0	5	1,0	5	0,6
Educação	3	0,3	3	0,2	1	0,0	3	0,2
Indústrias extractivas	1	0,5	4	5,3	0	0,0	1	0,0
Outros sectores não identificados	38	27,6	29	17,5				
TOTAL	643	589,6	717	762,9	801	894,9	886	1742,6

Fonte: Relatórios anuais sobre a actividade de capital de risco da CMVM

¹ Inclui apenas participações em capital social e unidades de participação em fundos de capital de risco – número de participações (N.º) e valor investido (10^6 euros)

Anexo II – Veículos de investimento em capital de risco

1. Sociedades de Capital de Risco

As Sociedades de Capital de Risco são constituídas sob a forma de sociedade anónima e encontram-se sujeitas às regras definidas no RJCR e, subsidiariamente, aos preceitos aplicáveis às sociedades anónimas constantes do Código das Sociedades Comerciais (CSC), assim como ao estabelecido nos Contrato Social e Regulamento Interno.

Como actividade principal destas sociedades destaca-se, por um lado a gestão de fundos de capital de risco, e por outro, o investimento em capital de risco, apoiando empresas através da participação no seu capital, com vista à sua posterior valorização.

Enquanto entidades gestoras de FCR, as SCR actuam por conta dos participantes de modo independente e no interesse exclusivo destes, competindo-lhe praticar todos os actos e operações necessários à boa administração do Fundo, incumbindo-lhes o exercício das actividades constantes do n.º 4 do artigo 12.º do RJCR.

O capital social destas sociedades é representado por acções nominativas, e deverá ser de 750.000 euros, contrariamente ao definido por lei para as sociedades anónimas. No entanto, para as SCR que tenham por objecto apenas a gestão de FCR, não podendo deste modo deter uma carteira própria de participações em capital de risco, o capital social mínimo é de 250.000 euros. Este desagravamento no requisito mínimo de capital exigível para SCR cujo objecto social se circunscreva à gestão de FCR parece ter fundamento, uma vez que, conforme consta no preâmbulo do RJCR, estas SCR *“por não exporem o seu balanço aos riscos emergentes da detenção de uma carteira de participações”*, se encontram sujeitas a um menor nível de risco.

2. Fundos de Capital de Risco

Os Fundos de Capital de Risco representam uma modalidade de fundos de investimento mobiliário, não cotados em mercado de bolsa. Enquanto fundos fechados, o capital a investir pelos subscritores deve ser obrigatoriamente fixado no momento da sua constituição, não havendo possibilidade de subscrições e resgates a todo o momento, conforme permitido nos fundos abertos.

Tal como as SCR, os FCR têm por objecto o investimento em empresas através da aquisição de partes do seu capital, com vista à sua posterior valorização e venda.

O património destes Fundos é representado por partes, sem valor nominal, designadas por unidades de participação, sendo o capital social mínimo de 1.000.000 euros e o mínimo de subscrição por cada investidor de 50.000 euros, com excepção dos membros dos órgãos de administração da entidade gestora.

Os FCR são patrimónios autónomos, sem personalidade jurídica, mas dotados de personalidade judiciária, pertencendo aos titulares das unidades de participação. A estes titulares, ainda que não lhes seja permitido imiscuir-se na gestão do fundo, assiste-lhes o direito de estar presentes e votar nas Assembleias de Participantes.

Sem prejuízo da possibilidade de realização do capital diferida no tempo, prevista no n.º 2 do artigo 20.º, os FCR apenas se consideram constituídos no momento em que os subscritores procedam à primeira contribuição para efeitos de realização do seu capital.

No entanto, quando o subscritor, após notificado pela entidade gestora para a realização do capital, não actue em conformidade, o mesmo entra em mora, sendo-lhe vedado o pagamento de rendimentos e a participação e votação nas assembleias de participantes. Salienta-se ainda que a não realização das entradas em dívida nos 90 dias seguintes ao início da mora implica a perda, a favor do FCR, das unidades de participação em relação às quais a mora se verifique, bem como das quantias pagas por sua conta.

A administração dos FCR apenas pode ser exercida por sociedades de capital de risco, sociedades de desenvolvimento regional e por entidades legalmente habilitadas a gerir fundos de investimento mobiliário fechados.

Cada FCR dispõe de um Regulamento de Gestão (RG), elaborado pela entidade gestora, onde constam as normas contratuais que regem o seu funcionamento devendo conter o elenco de elementos constante do n.º 3 do artigo 14.º do RJCR. Eventuais alterações ao conteúdo do RG são apresentadas pela entidade gestora e dependem de aprovação mediante deliberação da Assembleia de Participantes, tomada por maioria de, pelo menos, dois terços dos votos emitidos, excepto em circunstâncias particulares definidas no n.º 2 do artigo 15.º do RJCR.

Os FCR regem-se, assim, pelo disposto no seu Regulamento de Gestão, em tudo o que não seja contrário à lei, pelo RJCR e pelo CSC no que respeita à convocação e funcionamento das Assembleias de Participantes.

3. Investidores em capital de risco

A figura dos investidores em capital de risco foi instituída pelo Decreto-lei n.º 375/2007, não constando no anterior regime. Este tipo de modalidade de investidor constitui-se sob a forma de sociedade unipessoal por quotas, sujeitando-se às normas do RJCR e ao CSC.

Não se encontrando definido no RJCR o capital social mínimo para os ICR presume-se que a intenção do legislador terá sido a de sujeitar esta figura ao capital social mínimo estabelecido no artigo 201.º do CSC para as sociedades por quotas, de 5.000 euros.

No entanto, o Decreto-Lei n.º 33/2011 de 7 de Março vem adoptar medidas de simplificação dos processos de constituição das sociedades por quotas e unipessoais por quotas, passando o capital social a ser livremente definido pelos sócios, correspondendo à soma das quotas subscritas pelos sócios, que não poderão ser inferiores a 1 euro (artigo 201.º do CSC).

Na sequência desta alteração legislativa, coloca-se a questão de saber se mesma se aplica aos ICR, uma vez que o referido diploma menciona que tal alteração não é aplicável às sociedades reguladas por leis especiais e às sociedades cuja constituição dependa de autorização especial, o que parece ser o caso dos ICR. No entanto, na vigência da lei actual e até que se encontre definido por legislação especial o montante mínimo de capital exigido, os ICR constituir-se-ão com base nas normas previstas no CSC, ou seja, com um capital social não inferior a 1 euro.

Anexo III – A supervisão da CMVM

1. Registos para exercício da actividade de capital

A constituição de FCR e o início de actividade dos ICR e das SCR, dependem de registo prévio simplificado na CMVM, devendo o pedido de registo ser instruído com o conjunto de elementos definido nos n.ºs 3 e 4 do artigo 4.º do RJCR, sendo a decisão notificada ao requerente no prazo de 15 dias da data de recepção dos elementos.

Contudo, estão sujeitos a mera comunicação prévia à CMVM a constituição de FCR e o início de actividade de ICR e de SCR cujo capital não seja colocado junto do público e cujos detentores do capital sejam apenas investidores qualificados ou, independentemente da sua natureza, quando o valor mínimo do capital subscrito seja igual ou superior a 500.000 euros por cada investidor. O anterior RJCR - Decreto-Lei n.º 319/2002 de 28 de Dezembro - continha no seu artigo 13.º uma listagem das entidades consideradas investidores qualificados, ao contrário do que sucede com o actual. À luz do actual regime, deverá recorrer-se ao conceito de investidor qualificado previsto n.º 1 do artigo 30.º do Código dos Valores Mobiliários, que inclui, nomeadamente, as instituições de crédito, empresas de investimento, empresas de seguros e as instituições de investimento colectivo.

2. Organização da Contabilidade

Relativamente à organização da contabilidade, foi emitido o Regulamento da CMVM n.º 12/2005, ainda criado à luz do anterior RJCR, que estabelece a adopção do Plano Oficial de Contabilidade pelas SCR e FCR, com as especificidades previstas no Regulamento em matéria contabilística, designadamente, a concretização de uma lista de contas extra patrimoniais a utilizar por estas entidades. Ainda que não se verifique nesse diploma qualquer menção aos ICR, presume-se que o mesmo se aplicará a estes investidores.

No entanto, com a revogação do POC e a aprovação do SNC passou a vigorar um conjunto de normas contabilísticas conflituantes com este Regulamento.

3. Avaliação de activos

No que respeita à avaliação de activos e passivos, as regras de valorimetria encontram-se detalhadas no Regulamento da CMVM n.º 1/2008 determinando-se que os activos de capital de risco que integrem o património dos FCR e das SCR são avaliados pelos métodos do justo valor ou do valor conservador (apenas durante o primeiro ano), devendo os métodos a utilizar constar do Regulamento de Gestão dos FCR e do Regulamento Interno das SCR.

Na avaliação dos instrumentos financeiros não admitidos em mercado, o método do justo valor basear-se-á numa das seguintes metodologias (podendo ser aplicado um factor de desconto de 10% ao valor obtido):

- Transacções materialmente relevantes, efectuadas nos últimos 6 meses face ao momento da avaliação;
- Múltiplos de sociedades comparáveis, designadamente, em termos de sector de actividade, dimensão e rendibilidade;
- Fluxos de caixa descontados.

Para avaliação dos instrumentos financeiros admitidos em mercado poderão ser utilizadas as seguintes alternativas:

- Última melhor oferta de compra disponível no momento de referência;
- Média entre a última melhor oferta de compra e de venda disponíveis no momento de referência;
- Último preço, simples ou de referência, que se encontre disponível no momento de referência.

As unidades de participação em Fundos de Capital de Risco são avaliadas pelo último valor patrimonial divulgado pela entidade gestora.

A avaliação de cada activo de capital de risco é efectuada com uma periodicidade mínima semestral e justificada através de uma ficha técnica da avaliação, contendo a metodologia, critérios, pressupostos, avaliação individual de cada activo de capital de risco e o eventual factor de desconto aplicado.

4. Deveres de prestação de informação

As entidades gestoras de FCR, em relação a cada FCR gerido e as SCR, devem enviar à CMVM, até ao final do segundo mês subsequente a cada semestre a carteira de investimento, indicação das aquisições e alienações de activos, Balanço e Demonstração dos Resultados.

Estas entidades, bem como os ICR, deverão enviar à CMVM, no prazo máximo de 30 dias a contar da realização da assembleia anual de apreciação anual da situação da sociedade, as contas do exercício (incluindo Relatório de Gestão, Balanço, Demonstração dos resultados, Demonstração dos Fluxos de Caixa e Anexos) e o Relatório do Auditor registado na CMVM. Os ICR, enquanto sociedades unipessoais por quotas, não se encontram sujeitos a revisão legal de contas, encontrando-se dispensados do envio do relatório de auditoria.

Anexo IV– Estudos sobre o impacto do financiamento por capital de risco

Autor/Data	Dados	País	Teste desenvolvido	Resultados
Kortum e Lerner (2000)	20 empresas e número de patentes registadas Dados: 1964-92	EUA	Influência do capital de risco nas inovações patenteadas dos EUA	- Correlação positiva entre o financiamento por capital de risco e a inovação - Estimativa de que o capital de risco tenha sido responsável por cerca de 14% das inovações industriais nos EUA em 1998
Manigart, Baeyens e Hyfte (2002)	565 empresas financiadas por capital de risco e 565 financiadas por outras vias Dados: 1987-97	Bélgica	Sobrevivência das empresas belgas financiadas por capital de risco comparativamente com outras que acorreram a formas de financiamento alternativas	- As empresas financiadas por capital de risco apresentam uma menor probabilidade de sobrevivência e uma maior probabilidade de falência quando comparadas com as restantes
Hellman e Puri (2002)	170 empresas jovens de alta tecnologia de Silicon Valley Dados: 1994-99	EUA	Relação entre o financiamento por capital de risco e a profissionalização das empresas (análise de processos de recrutamento, políticas de recursos humanos, contratação de pessoal externo)	- Empresas financiadas por capital de risco profissionalizaram-se de forma mais rápida, o que evidencia o papel do investidor em capital de risco em termos de fornecimento de suporte à organização interna da sociedade
Christensen (2002)	300 empresas financiadas por capital de risco Dados: 1990-99	Dinamarca	Comparação entre empresas financiadas por capital de risco e as restantes	- Capital de risco tem um impacto positivo nas empresas - Taxa de crescimento do emprego e do rendimento significativamente maior nas empresas pequenas - Vantagem do capital de risco diminui à medida que as empresas se tornam maiores
Cockbrun e Wagner (2007)	356 empresas de internet Dados : 1990-2005	EUA	Perspectivas de sobrevivência de empresas relacionadas com a Internet através da análise histórica do seu posicionamento na bolsa de valores NASDAQ	- O capital de risco encontra-se positivamente associado à sobrevivência das empresas - As empresas financiadas por capital de risco têm uma maior probabilidade de sair por aquisição ou fusão que por liquidação
Pommet (2010)	139 empresas do Nouveau Marché Dados de 1996 a 2002	França	Sobrevivência das empresas francesas financiadas por capital de risco comparativamente com outras que acorreram a outros financiamentos	- As empresas financiadas por capital de risco têm 2,73 vezes mais probabilidade de ser liquidadas do que de sobreviverem em comparação com as restantes - O financiamento por capital de risco está negativamente relacionado com a duração do período em que essas empresas estiveram listadas no Nouveau Marché
Bernstein, Lerner, Sorensen e Strömberg (2010)	20 indústrias 13100 empresas Dados: 1991-2007	26 países incluídos na base de dados de análise estrutural da OCDE	Relação existente entre a presença de investimentos em capital de risco e as taxas de produtividade, emprego e formação de capital Relação entre crescimento e ciclicidade na indústria	- As indústrias onde os fundos de capital de risco investiram nos últimos 5 anos evidenciaram um crescimento mais acelerado - Não existe evidência que as actividades económicas das indústrias com financiamento por capital de risco se encontrem mais exposta a choques agregados

Anexo V – Escolha entre financiamento por capital de risco e crédito bancário

Autor/Data	Análise	Escolha depende	Conclusões
Landier (2002)	Forma de financiamento óptima recorrendo a um modelo de análise de risco do projecto Assume a existência de um estigma associado ao fracasso do empresário	Risco do projecto e da escolha das estratégias por parte do empresário	Se for adoptada uma estratégia de alto risco, a probabilidade do projecto fracassar é elevada e a “vergonha” do fracasso é reduzida, pelo que a forma óptima de financiamento requer monitorização tecnológica e estádios de investimento, inclinando-se para o capital de risco, com investidores altamente experientes.
Dybvig e Wang (2002)	Forma de financiamento óptima para uma pequena empresa (capital vs. dívida)	Problemas de incentivos - efeitos que derivam da emergência de risco moral em cada uma das situações	A emergência de risco moral no financiamento por capital de risco resulta numa redução do esforço aplicado pelos empresários; o financiamento bancário origina um incentivo empresarial para falhar com os pagamentos acordados e expropriar os <i>cash flows</i> do projecto. A escolha recairá sobre a forma de financiamento onde os problemas de incentivos se revelem menos severos.
Casamatta (2003)	Relação entre o empresário e um consultor externo, assumindo a existência de um duplo problema de risco moral	Restrições de riqueza, experiência do empresário e importância do aconselhamento externo	Se o empresário não tiver restrições de riqueza e puder contribuir com o investimento inicial, escolherá obter fundos do capitalista de risco. Os papéis relativos dos consultores e dos investidores em capital de risco dependem de quão crucial é o seu aconselhamento no sucesso das empresas.
Ueda (2004)	Escolha entre financiamento bancário e capital de risco assumindo a existência de informação assimétrica, pressupondo que o banco possui menos informação que o empresário e que o investidor em capital de risco	Severidade do problema de informação assimétrica entre o empresário e banco Protecção dos direitos de propriedade intelectual	Projectos mais arriscados, com expectativas de altos retornos aumentam o custo da informação assimétrica e conduzem à escolha de financiamento por via de capital de risco. Protecção forte dos direitos de propriedade intelectual enfraquece a ameaça de expropriação por parte do investidor, encorajando o empresário a financiar-se através de capital de risco.
Bettignies e Brander (2007)	Escolha óptima entre financiamento bancário e capital de risco, assumindo a existência de um duplo problema de risco moral	<i>Trade-off</i> entre a produtividade do investidor de capital de risco e a diluição do esforço do empresário	O recurso ao capital de risco será a melhor opção quando o valor acrescentado deste investidor para a empresa é elevado e a produtividade do empresário é baixa.
Winton e Yerramilli (2008)	Escolha entre financiamento bancário e capital de risco através de um modelo de financiamento de empresas jovens	Distribuição dos retornos (incluindo variância e assimetria)	O financiamento por capital de risco é óptimo quando a continuação de uma estratégia agressiva por parte do empresário já não é lucrativa, o risco associado à incerteza de uma estratégia arriscada é alto ou a distribuição dos <i>cash flows</i> da empresa é altamente arriscada e positivamente inclinada, com baixa probabilidade de sucesso, baixo valor de liquidação e altos retornos em caso de sucesso.
Barlo e Inci (2010)	Escolha estratégica das empresas jovens entre financiamento bancário e capital de risco	Benefícios privados do empresário	Empresários que valorizem os benefícios privados do controlo e retornos não monetários escolherão os bancos como financiadores e os restantes optarão pelo financiamento por capital de risco

Anexo VI – Demonstrações Financeiras

1. Balanço

a) POC

		Exercício N		Exercício N-1	
		AB	AA	AL	AL
	Imobilizado:				
	Imobilizações incorpóreas				
431	Despesas de instalação				
432	Despesas de investigação e desenvolvimento				
433	Propriedade industrial e outros direitos				
434	Trespasse				
441/6	Imobilizações em curso				
449	Adiantamentos por conta de imobilizações incorpóreas				
	Imobilizações corpóreas				
421	Terrenos e recursos naturais				
422	Edifícios e outras construções				
423	Equipamento básico				
424	Equipamento de transporte				
425	Ferramentas e utensílios				
426	Equipamento administrativo				
427	Taras e vasilhame				
429	Outras imobilizações corpóreas				
441/6	Imobilizações em curso				
448	Adiantamentos por conta de imobilizações corpóreas				
	Investimentos financeiros				
4111	Partes de capital em empresas do grupo				
4121+4131	Empréstimos a empresas do grupo				
4112	Partes de capital em empresas associadas				
4122+4132	Empréstimos a empresas associadas				
4113+414+415	Títulos e outras aplicações financeiras				
4123+4133	Outros empréstimos concedidos				
441/6	Imobilizações em curso				
447	Adiantamentos por conta de investimentos financeiros				
	Circulante:				
	Existências				
36	Matérias-primas, subsidiárias e de consumo				
35	Produtos e trabalhos em curso				
34	Subprodutos, desperdícios, resíduos e refugos				
33	Produtos acabados e intermédios				
32	Mercadorias				
37	Adiantamentos por conta de compras				
	Dívidas de terceiros - Médio e longo prazo				
	Dívidas de terceiros - Curto prazo				
211	Clientes, c/c				
212	Clientes - títulos a receber				
218	Clientes cobrança duvidosa				
252	Empresas do grupo				
253+254	Empresas participadas e participantes				
251+255	Outros accionistas (sócios)				
229	Adiantamentos a fornecedores				
2619	Adiantamentos a fornecedores de imobilizado				
24	Estado e outros entes públicos				
262+266+267+268+221	Outros devedores				
264	Subscritores de capital				
	Títulos negociáveis				
1511	Ações em empresas do grupo				
1521	Obrigações e títulos de participação em empresas do grupo				
1512	Ações em empresas associadas				
1522	Obrigações e títulos de participação em empresas associadas				
1513+1523+153/9	Outros títulos negociáveis				
18	Outras aplicações e tesourria				
	Depósitos bancários e caixa				
12+13+14	Depósitos bancários				
11	Caixa				
	Acréscimos e diferimentos				
271	Acréscimo de proveitos				
272	Custos diferidos				
	Total de amortizações				
	Total de ajustamentos				
	Total do activo				

		Exercícios	
		N	N-1
	Capital próprio		
51	Capital		
521	Acções (quotas) próprias - Valor nominal		
522	Acções (quotas) próprias - Descontos e prémios		
53	Prestações suplementares		
54	Prémios de emissão de acções (quotas)		
55	Ajustamentos de partes de capital em filiais e associadas		
56	Reservas de reavaliação		
	Reservas		
571	Reservas legais		
572	Reservas estatutárias		
573	Reservas contratuais		
574 a 579	Outras reservas		
59	Resultados transitados		
88	Resultado líquido do exercício		
89	Dividendos atecipados		
	Total do capital Próprio		
	Passivo		
	Provisões		
291	Provisões para pensões		
292	Provisões para impostos		
293/8	Outras provisões		
	Dívidas de terceiros - Médio e longo prazo		
	Dívidas de terceiros - Curto prazo		
	Empréstimos por obrigações		
2321	Convertíveis		
2322	Não Convertíveis		
233	Empréstimos por títulos de participação		
231+12	Dívidas a instituições de crédito		
269	Adiantamentos por conta de vendas		
221	fornecedores, c/c		
228	Fornecedores - facturas em recepção e conferência		
222	Fornecedores - Títulos a pagar		
2612	Fornecedores de imobilizado - Títulos a pagar		
252	Empresas do grupo		
253+254	Empresas participadas e participantes		
251+255	Outros accionistas (sócios)		
219	Adiantamentos de clientes		
239	Outros empréstimos obtidos		
2611	Fornecedores de imobilizado, c/c		
24	Estado e outros entes públicos		
262+263+264+	Outros credores		
265+267+268+211			
	Acréscimos e diferimentos		
273	Acréscimo de custos		
274	Proveitos diferidos		
	Total do passivo		
	Total do capital próprio e passivo		

b) SNC

	NOTAS	DATAS	
		31.XX.N	31.XX.N-1
ACTIVO			
Activo não corrente			
Activos ficos tangíveis			
Propriedades de investimento			
Goodwill			
Activos intangíveis			
Activos biológicos			
Participações financeiras - método da equivalência patrimonial			
Participações financeiras - outros métodos			
Accionistas/sócios			
Outros activos financeiros			
Activos por impostos diferidos			
Activo corrente			
Inventários			
Activos biológicos			
Clientes			
Adiantamentos a fornecedores			
Estado e outros entes públicos			
Accionistas/sócios			
Outras contas a receber			
Diferimentos			
Activos financeiros detidos para negociação			
Outros activos financeiros			
Activos não correntes detidos para venda			
Caixa e depósitos bancários			
Total do Activo			
CAPITAL PÓPRIO E PASSIVO			
Capital próprio			
Capital realizado			
Acções (quotas) próprias - Valor nominal			
Outros instrumentos de capital próprio			
Prémios de emissão de acções (quotas)			
Reservas legais			
Outras reservas			
Resultados transitados			
Ajustamentos em activos financeiros			
Excedentes de revalorização			
Outras variações no capital próprio			
Resultado líquido do exercício			
Interesses minoritários			
Total do Capital Próprio			
PASSIVO			
Passivo não corrente			
Provisões			
Financiamentos obtidos			
Responsabilidades por benefícios pós-emprego			
Passivos por impostos diferidos			
Outras contas a pagar			
Passivo corrente			
Fornecedores			
Adiantamentos de clientes			
Estado e outros entes públicos			
Accionistas/sócios			
Financiamentos obtidos			
Outras contas a pagar			
Diferimentos			
Passivos financeiros detidos para negociação			
Passivos não correntes detidos para venda			
Total do Passivo			
Total do capital próprio e do passivo			

2. Demonstração dos Resultados

a) POC

		Exercícios	
		N	N-1
	Custos e perdas		
61	Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas		
62	Fornecimentos e serviços externos		
64	Custos com o pessoal		
66	Amortizações a ajustamentos do exercício		
67	Provisões		
63	Impostos		
65	Outros custos e perdas operacionais (A)		
683+684	Amortizações a ajustamentos de aplicações e investimentos financeiros		
681+685+...	Juros e custos similares (C)		
69	Custos e perdas extraordinárias (E)		
86	Impostos sobre o rendimento do exercício (G)		
88	Resultado líquido do exercício		
	Proveitos e ganhos		
71+72	Vendas e prestações de serviços		
	Variação da produção		
75	Trabalhos para a própria empresa		
74	Subsídios à exploração		
77	Reversões de amortizações a ajustamentos		
73+76	Outros proveitos e ganhos operacionais (B)		
784	Rendimentos de participações de capital		
7812+7815+...	Rendimentos de títulos negociáveis e outras aplicações financeiras		
7811+7813+...	Outros juros e proveitos similares (D)		
	Proveitos e ganhos extraordinários (F)		

Resultados operacionais: (B)-(A)
Resultados financeiros: (D-B)-(CA)
Resultados correntes: (D) -(C)
Resultados antes de impostos: (F) -(E)
Resultado líquido do exercício : (F)-(G)

b) SNC

	Notas	DATAS	
		31.XX.N	31.XX.N-1
Vendas e serviços prestados			
Subsídios à exploração			
Ganhos/perdas imputados em subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos			
Variação nos inventários da produção			
Trabalhos para a própria entidade			
Custo das mercadorias vendidas e matérias consumidas			
Fornecimentos e serviços externos			
Gastos com pessoal			
Imparidade de inventários (perdas/reversões)			
Provisões (aumentos/reduções)			
Imparidade de investimentos não depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)			
Aumentos/reduções de justo valor			
Outros rendimentos e ganhos			
Outros gastos e perdas			
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos			
Gasto/reversões de depreciação e amortização			
Resultado operacional			
Juros e rendimentos similares obtidos			
Juros e rendimentos similares suportados			
Resultado antes de impostos			
Imposto sobre o rendimento do período			
Resultado líquido do período			

Anexo VII – Particularidades fiscais do capital de risco

1. Enquadramento fiscal das mais e menos-valias e encargos financeiros nas SCR

Determina o n.º 2 do artigo 32.º do EBF que as mais-valias resultantes da transmissão onerosa de partes de capital, quando detidas por período igual ou superior a 1 ano, não concorrem para a formação do lucro tributável. Em contrapartida, nem as menos-valias ou os encargos financeiros eventualmente suportados com a aquisição da participação poderão ser deduzidos à matéria colectável. No entanto, o período mínimo de detenção da participação é elevado para 3 anos nas seguintes situações:

- Quando as participações tenham sido adquiridas a entidades com as quais existam relações especiais¹. Nestes termos, considera-se que existem relações especiais entre duas entidades nas situações em que uma tem o poder de exercer, directa ou indirectamente, uma influência significativa nas decisões de gestão da outra;
- Quando as participações tenham sido adquiridas a entidades com domicílio, sede ou direcção efectiva em território sujeito a um regime fiscal mais favorável², ou residentes em território português sujeitas a um regime especial de tributação³;
- Quando a alienante tenha resultado de transformação de sociedade⁴ à qual não fosse aplicável este regime de tributação, e desde que tenham decorrido menos de 3 anos entre a data da transformação e a data da transmissão.

Quando não sejam aplicáveis as regras do artigo 32.º do EBF, devido aos requisitos nelas mencionadas, aplicam-se as normas gerais estipuladas no Código do IRC.

O artigo 23.º do CIRC considera que consubstanciam a definição de “gastos” as menos-valias realizadas e os encargos financeiros. No entanto, foi instituída neste artigo uma cláusula anti-abuso que estipula que, sendo apuradas menos-valias na transmissão onerosa

¹ O elenco de relações especiais encontra-se detalhado do n.º 4 do artigo 63.º do Código do IRC.

² A identificação destas entidades encontra-se em lista definida pelo Ministro das Finanças na Portaria n.º 1272/2001 de 9 de Novembro e engloba 83 regiões.

³ Não existe uma definição legal para o que designa de “regime especial e tributação”. De acordo com Fernando Castro Silva (2004) deverá considerar-se o conjunto de regras que implicam o afastamento do regime geral de tributação. Assim, poder-se-ia considerar como regime especial de tributação o regime decorrente das isenções dos artigos 9.º e 10.º do CIRC., os regimes de tributação dos fundos de pensões (artigo 16.º EBF), dos fundos de investimento (art. 22.º EBF), dos fundos de capital de risco (art. 23.º EBF), dos fundos de investimento imobiliário em recursos florestais (art. 24.º EBF) das SGPS, SCR e ICR (art. 32.º EBF) ou das entidades residentes na Zona Franca da Madeira e da ilha de Santa Maria (art. 33.º EBF). Segundo Palma (2004), poder-se-á deduzir que o legislador pretendia com tal expressão referir-se aos regimes de efectiva exclusão ou isenções de tributação e, eventualmente, de redução de taxa, designadamente, as regras privativas das Zonas Francas da Madeira e de Santa Maria, aplicáveis às entidades alienantes.

⁴ Nos termos do artigo 130.º do CSC existe transformação de sociedade quando uma sociedade anónima, por quotas, em comandita simples ou comandita por acções adopta posteriormente um outro desses tipos. No contexto das SGPS e das SCR e de acordo com a interpretação de Guerreiro (2003), deveremos entender que o legislador queria referir-se à transformação dos vários tipos de sociedade em SGPS ou SCR.

de partes sociais e não se verificando os requisitos previstos no n.º 2 do art. 32º do EBF, estas não são aceites como custos, não concorrendo para a formação do lucro tributável, se a transmissão se coadunar com o definido nos números 3, 4 e 5 do artigo 23º do CIRC:

- Participações detidas pelo alienante por período inferior a 3 anos e adquiridas a entidades com as quais existam relações especiais ou a entidades residentes em território português sujeitas a um regime especial de tributação;
- Quando a entidade alienante tenha resultado de transformação e tenham decorrido menos de três anos entre a data da verificação desse facto e a data da transmissão;
- Participações transmitidas a entidades com as quais existam relações especiais ou residentes em território português sujeitas a um regime especial de tributação;
- As menos apuradas derivem de mudanças no modelo de valorização relevantes para efeitos fiscais, que decorram, designadamente, de reclassificação contabilística ou de alterações nos pressupostos utilizados.

O artigo 45.º do CIRC reforça a tendência de não dedutibilidade, considerando a concorrência para o lucro tributável apenas de metade da diferença negativa entre mais e menos-valias realizadas com a transmissão onerosas de partes de capital, desde que não se verifiquem as situações artigo 23º acima elencadas. A Lei n.º 55-A/2010 de 31 de Dezembro acresce uma cláusula anti-abuso, determinando que não concorrem para a formação do lucro tributável as menos-valias e outras perdas relativas a partes de capital, na parte do valor que corresponda aos lucros distribuídos que tenham beneficiado da dedução⁵ prevista no artigo 51.º nos últimos quatro anos.

Quando a diferença entre mais e menos-valias for positiva e as participações forem detidas por período superior a 1 ano, o n.º 1 do artigo 48.º do CIRC determina que as mesmas serão tributadas em 50%, se o valor de realização for reinvestido no exercício anterior ao da alienação, no próprio exercício ou nos 2 exercícios seguintes, desde que verificado o elenco de requisitos previsto no n.º 4. Caso contrário, a mais-valia líquida positiva é tributada pela totalidade.

Relativamente aos encargos financeiros, nada sendo mencionado nos artigos 23.º e 45.º do CIRC, os mesmos são dedutíveis caso não se aplique a regra prevista no artigo 32.º do EBF.

⁵ O artigo 51.º prevê a eliminação da dupla tributação internacional, permitindo que sejam deduzidos os rendimentos, incluídos na base tributável, correspondentes a lucros distribuídos, mediante a verificação de certos requisitos. Esta possibilidade, que se encontrava acessível às SCR até 2010, passa a estar vedada a estas sociedades.